Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1986

CN ISSN 0067-3587

90-00576/

Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Printed in Canada

Portrait by Cavouk, Toronto

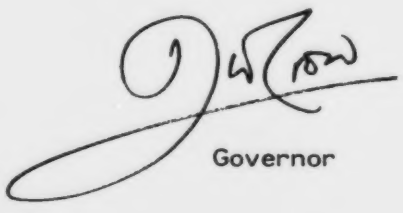
Gerald K. Bouey, O.C.
Governor of the Bank of Canada
1973–1987

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

February 2, 1987

The Annual Report that follows was completed on January 31, 1987 and signed by Gerald K. Bouey, who retired as Governor of the Bank of Canada on that same date.

Mr. Bouey was appointed Governor on February 1, 1973 and reappointed in 1980. Over a period of thirty-nine years of service at the Bank, including the last fourteen years as Governor, Mr. Bouey made an outstanding contribution to the institutional and intellectual development of the Bank and to public economic policy for Canada.



Governor

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

January 31, 1987

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.,
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of the Bank of Canada Act I am submitting my report for the year 1986 and a statement of the Bank's accounts for this period, signed and certified in the manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

Governor

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1986

General Observations 7

Economic and Financial Developments
- Economic Activity and Inflation 15
- Financial Developments 21
- International Developments 29

Bank of Canada Operations
- Bank of Canada Advances and Securities Market Operations 35
- Debt Management 39
- Foreign Exchange Operations 43
- Currency, Debt Service and Banking Operations 45

Appendix Tables 47

Financial Statements 59

Board of Directors 64

Principal Officers 65

Regional Representatives and Agencies 66

General Observations

Canada's economic performance in 1986 was uneven. Although the country as a whole experienced further economic improvement, there were striking differences in economic conditions among the various regions. And unemployment, while on balance declining, remained high. Inflation stayed quite low by recent Canadian experience, but further progress towards price stability was difficult to see.

The most prominent features of the shortcomings in economic performance in Canada and elsewhere in the world have been the serious financial and economic imbalances that have emerged. These have frequently involved large buildups of debt of various kinds, both by governments and by the private sector. The resulting strains have been evident both within countries and among countries and have had major impacts on their external payments balances and exchange rates. Although the effects of these imbalances may appear to be recent, the causes go back considerably further. One way or another, most of the imbalances that now give concern have roots in the severe inflation of the 1970s and the mix of policies with which, in the end, it had to be fought.

I therefore want to spend some time at the beginning of this, my final Annual Report looking back at our experience in dealing with inflation. I shall have something to say about a series of related issues. Why did inflation erupt, why was it subsequently so difficult to bring under control, and why were the ensuing costs that inflation imposed on our society so much worse than anyone expected? But first let me emphasize that we have never regarded the control of inflation as an end in itself. Our goal has always been a strong economic performance for Canada – maximizing our employment and output – and our concern with inflation is based on the reality that our economy will not perform well under conditions of high inflation.

The Experience With Inflation And The Impact On The Canadian Economy

The surge of inflation that was unleashed in Canada and elsewhere in the early 1970s was the end result of excessively easy monetary and fiscal policies that were persistently followed over a number of years around the world. I have reviewed these developments on previous occasions, notably in my Report for 1980. Therefore, here I will just note that the willingness of countries at the beginning of the 1970s to press their policies so hard, so uniformly, in an expansionary direction appears to have been in large measure a response to the cumulative effects of international payments imbalances and to the consequential breakdown of the fixed exchange rate system. As exchange rate floating became more widespread, the response was a still greater inclination to add to monetary and fiscal ease to try to assure rapid domestic economic growth. In some cases, the view was that floating exchange rates had removed the constraint that the balance of payments had previously imposed on the use of more stimulative policies. In other cases, the concern was to try to avoid the supposedly restrictive economic effects of exchange rate appreciation through more rapid monetary expansion. In any event, the end result

was that the expansionary stimulus was greatly overdone.

I know many people will recall the sharp increases in the price of energy in the 1970s in response to the actions of the OPEC cartel as being perhaps the prime source of generalized inflation. However, this emphasis is misplaced. The sharp rise in the price of oil, and indeed of other raw materials, was not the cause of inflation but, to a considerable extent, yet another product of the overheated economic atmosphere that existed at that time. Moreover, the uncertainty generated by continued inflation reduced the resistance to the still higher prices that were subsequently obtained for oil and other forms of energy.

In retrospect we here in Canada, as elsewhere, were too slow in responding to the initial pressures on our prices in the early 1970s, and once inflation erupted we responded to it with monetary policy that now looks to have been too gradual in its impact. Fiscal policy in the 1970s did not give priority to the task of containing and reducing inflation, although the government did impose wage and price controls from 1975 to 1978. In the rapidly changing economic environment of the time, our policy problems were greatly exacerbated by the difficulty of making reasonable judgements about how close to potential our economy was operating and how much policy tightening was needed to bring inflation down. In the event, interest rates during the 1970s turned out to be too low. Those who bet on inflation, and borrowed heavily to finance their bets, made money in that period. Those trying to save for the future or live on their savings lost out.

I have always believed that no good could come from inflation, but the consequences of high inflation have in fact been much worse than I feared. In part, the economic costs resulting from inflation have been so high because severe inflation persisted so long.

Temporizing with inflation did not bring us a higher level of economic activity and employment. Indeed, the years since inflation erupted in Canada have not been good ones – on average they have been years of low investment and productivity growth, and increased unemployment. Inflation is almost never stable and predictable. When prices are changing rapidly, the resulting uncertainty about the value of money undermines the efficient operation of our economic system, since it is based on money. A great deal of time and effort is diverted from useful economic activity into seeking protection from rising prices. Some people will succeed in protecting themselves, many will not; the results will never be fair.

Moreover, serious and persistent inflation led to all kinds of economic distortions in Canada and around the world. For example, past increases in the prices of many commodities were taken as evidence that these prices would continue to rise rapidly. Such expectations led to large investments that eventually contributed to the overexpansion of production of these commodities. Interest rates that were low relative to expectations of inflation encouraged large accumulations of debt for these as well as other purposes.

By the end of the 1970s, for a lot of people the assumptions about the future included continued high inflation. That is to say, an intense inflationary psychology, and an accompanying scepticism as to the likelihood that policy would really curb inflation, had taken hold in Canada. Real estate markets in particular had become dominated by speculative activity. Even as short-term interest rates were rising to their peak of over 22 per cent in 1981, many borrowers continued to take on substantial additional debts. How did they expect to be able to cope with those interest costs except through a further major acceleration of inflation?

I believe we had a close escape from an even more explosive inflation problem. Had we engaged in more rapid monetary expansion, accommodating the expanding demands for credit and allowing even more exchange rate depreciation in seeking to ward off those peaks in interest rates, the increased momentum of inflation would in the end have been a great deal more difficult to stop. As it was, inflation had become so endemic and the accumulated imbalances so substantial that the recession of 1981–82, which finally brought the upward climb in inflation to a halt in Canada, was far more severe than any previous economic slowdown in the postwar period.

In the unbalanced way inflation was

fought almost everywhere through the late 1970s and early 1980s, monetary policy was left to carry the brunt of the effort. In the face of persistently large fiscal deficits, the interest rates needed to combat inflation effectively were painfully high. I do not suggest that it would have been possible to avoid such high interest rates entirely. By the late 1970s, expectations that inflation would persist at very high rates had been allowed to develop too long for such a happy outcome. However, earlier, stronger and more sustained fiscal restraint than occurred in most countries would clearly have helped. Sectors sensitive to interest rates would not have had to bear so much of the burden. Such restraint would have been an improvement in Canada, and it would have been an improvement in the United States. I refer to the experience in the United States because, with short-term interest rates there rising to a peak of over 18 per cent, the impact on financial conditions in Canada was bound to be very great. In the event, interest rates moved up still higher in Canada largely because our inflation experience was worse than in the United States, and because our financial markets were having to cope with large capital outflows in response to policies designed to encourage domestic purchases of foreign-owned businesses in Canada, especially in the energy sector.

In the aftermath of high inflation, some prices, such as those in markets for primary commodities and in the more speculative real estate markets, fell sharply. Those businesses and individuals that had borrowed heavily in the expectation of continued sharp rises in prices encountered severe difficulties in servicing their debts. Many firms did not survive, and financial institutions have had to absorb record levels of loan losses. The efforts of both businesses and individuals to repair weakened financial positions and reduce the burden of their indebtedness contributed significantly to the depth of the recession and to the relatively moderate pace of domestic spending in the subsequent recovery.

While these debt problems have been severe for Canadians, they have been much more so for those developing countries that had borrowed large sums abroad in the 1970s and early 1980s to finance domestic spending of all kinds. These countries have encountered serious problems in servicing their external debts and have required a massive rescheduling of their maturing loans.

Lessons From Our Experience With Inflation

The main conclusion that I draw from our experience is that inflation is so disruptive to our economic performance, and so costly to eradicate once it becomes entrenched, that we must always be vigilant in guarding against any buildup of inflationary pressures.

The goal of monetary policy over time should therefore be to maintain as stable a price level as possible. This by no means implies that the Bank of Canada should ignore what is happening to jobs and production in making its monetary policy decisions, but it does underline the need for the central bank to pay special attention to actual and potential pressures on prices. Monetary and credit aggregates can be helpful indicators for central banks in this regard, and that is why in many countries monetary policy targets have been set in terms of these aggregates. More recently, financial innovations have made monetary aggregates difficult to use as targets, but it remains important nonetheless to monitor growth rates of money and credit rather closely, along with other indicators of the expansion of the economy in money terms.

Yet another conclusion for the operation of the central bank that I draw from our recent experience is that the room for policy manoeuvre becomes much more limited once inflation and expectations of further inflation have become entrenched. Even today, after several years of decelerating inflation, our recent history of inflation remains fresh in people's minds. Any indication that policymakers in Canada had become rather relaxed about taking risks with inflation would quickly trigger a sharp response from people seeking to protect themselves against expected increases in prices.

This restricted room for policy manoeuvre is nowhere more evident than in the performance of the exchange rate. Given our history of an inflation more severe than in many other major countries, the Canadian dollar has depre-

ciated substantially against other currencies. And with this history, any pressures that lead to a significant decline in our exchange rate tend to generate concerns that such declines are likely to continue. Faced with a prospect of capital losses because of expected depreciation, investors require higher interest rates on investments in Canada as compensation. Since the root of the problem appears to be insufficient confidence that our financial policies will resist inflation, any attempt to offset these interest rate pressures through easier monetary policy only results in still more exchange rate decline and still higher interest rates. Of course, this is the very opposite of the results desired by those who recommend a more expansionary monetary policy. The only sure path to lower interest rates and a stronger currency is to strengthen the confidence of investors in Canada and abroad in our commitment to return to price stability.

I must say that when I look back at the decline in the Canadian dollar over the past decade, I find it difficult to understand why there are still people who have great faith in exchange rate depreciation as an easy cure for our economic problems. As the exchange rate for the Canadian dollar has come down from parity with the U.S. dollar to a position where it is currently worth about 74.5 U.S. cents, have we achieved a comparable increase in our international competitiveness? Evidently we have not. Time and again our costs have risen more rapidly than those of our competitors abroad. That is where the basic problem has been.

Exchange rate depreciation always involves an upward push to domestic prices and is never easily accepted because this rise in prices undermines the purchasing power of wages and salaries. If people are already fearful about inflation, these additional price pressures only exacerbate their fears. Therefore, depreciation will make price stability more difficult and more costly to achieve. That is something that monetary policy cannot ignore.

Another conclusion that I believe is evident from this experience with inflation is that countries should strive for more balance in their mix of policies. I have already stressed the fact that interest rates would not have needed to be so very high if fiscal policy had been focused more on combating inflation. Moreover, even as inflation has declined, the persistence of large fiscal deficits in a number of countries has limited the extent of the decline in interest rates. In other words, the level of "real" interest rates (i.e., after adjustment for inflation) has remained high and has greatly aggravated the difficulties of those governments, businesses and individuals that are still struggling with the burden of debts accumulated during the inflationary period.

Given the size of the U.S. economy, the large fiscal deficits that opened up in that country during the 1980s have had a particularly strong international impact. The high interest rates needed in the United States to finance the deficit not only pushed up interest rates around the world but also contributed to a surge in the value of the U.S. dollar against many currencies. The result has been a sharp deterioration in the U.S. balance of trade and a buildup of damaging protectionist pressures.

The International Environment in 1986

The large fiscal and trade imbalances that accumulated were evidently not sustainable, and the process of unwinding them has begun. However, the process has proven to be slow and difficult, and developments in the international economy in 1986 were greatly affected by those difficulties.

It is true that the United States has taken an important first step in the adjustment process through its moves to reduce the size of the federal government deficit. These measures have contributed to substantial further declines in interest rates in the United States and have helped to bring down the value of the U.S. dollar to more reasonable levels. There have been interest rate reductions in the major overseas countries as well. The fall in the price of oil has also contributed to lower costs and lower interest rates. These are favourable developments for the world economy overall.

Yet it is also clear that this process of transition back to balanced and durable growth will not be easy. So far, some of the difficulties inherent in the process have been more apparent than the benefits. World economic growth did not speed up in 1986 as many had expected; on

the contrary, it slowed somewhat. Sharp reductions in spending in the energy-producing regions have detracted importantly from the positive effects on demand of lower energy prices and interest rates. The realignment of currency values among the industrial nations that has taken place since the spring of 1985 has also failed to produce desired effects as rapidly as might have been hoped. The turnaround needed in U.S. external trade to maintain economic expansion in that country is not yet clearly apparent, and increases in domestic demand in other major industrial countries have thus far been inadequate to prevent slower expansion in the world economy.

When the factors encouraging more rapid world growth will reassert themselves is a matter of great current concern. Even in an environment of declining interest rates, a prolonged period of slow growth would exacerbate the already difficult circumstances of the many debtor countries of the developing world. This situation poses significant dangers both to those countries and to the international financial system. Slow growth could also further encourage protectionist pressures, especially in the United States but also in Europe. While such trends would have harmful effects on the world economy in general, they could prove particularly difficult for Canada. There are few countries in the world more dependent on international trade, or more open to international influences, than we are.

The Canadian Economic Environment in 1986

As I said at the beginning of these remarks, Canada's economic performance was rather mixed in 1986. This was largely because of international developments. Indeed, with the overall economy still below the limits of its capacity, with increases in labour costs still restrained, with interest rates down and private sector balance sheets increasingly in good order, the domestic conditions for healthy growth were for the most part in place.

The influence of these domestic forces can be seen vividly in the strong economic performance in central Canada. While the western and Atlantic regions were not isolated from this influence, they were more affected by the difficult international circumstances. Reaction to the decline in oil prices was both rapid and substantial. As the energy industry cut back on its spending, there were corresponding reductions in general business confidence and in employment. Similar problems have arisen in the Prairies from the reduction in world grain prices associated with agricultural subsidies and the trade tensions between the United States and the European Economic Community.

The persisting weakness of world commodity prices has had its initial and most noticeable impact outside central Canada, but the effects will eventually be felt by most Canadians. The fact is that a considerable part of what we produce in Canada and a still larger part of what we export are still related in one way or another to the resource sector of our economy. If the price of what we sell abroad declines, then Canadians on average will be less well off than otherwise. This is an unavoidable reality to which we must adjust.

In the conduct of its monetary policy in 1986, the Bank of Canada sought to bring about further interest rate reductions in the face of quite moderate increases in the growth of credit and total spending in the Canadian economy during the course of the year. Canadian interest rates did continue to trend downwards, as did interest rates in the United States. However, the Bank's moves to encourage this further easing of interest rates had to be made with considerable caution in the face of continued problems of confidence in the Canadian dollar during much of 1986.

Early in the year we were confronted with a bout of intense speculative pressure on our currency. There was no practical alternative to a strong policy response, and the differential of our interest rates above those in the United States widened markedly. Any substantial further depreciation would have constituted a risk to our less than satisfactory inflation performance, and failure on our part to resist the speculative pressures on the currency would have resulted in both a lower exchange rate and the persistence of higher interest rates. Such an outcome was simply not acceptable if we could do something to avoid it. That is why we acted as vigorously as we did last February. Slower but sustainable

reductions in interest rates are preferable to faster, but ultimately unsustainable, movements.

Early in 1987 the Canadian dollar came under quite strong upward pressure in foreign exchange markets and moved to levels above 74 U.S. cents. As confidence in the future value of the Canadian dollar improved, domestic interest rates declined, and the differential with respect to U.S. interest rates narrowed.

Our determination during 1986 to resist further depreciation against the U.S. dollar was reinforced by the extent of the decline that has occurred over the last two years or so in the value of the Canadian dollar, along with the U.S. dollar, against major overseas currencies. At the present time Canadian industry appears to be competitive in international markets; if we take advantage of the situation, this should provide significant economic stimulus. Given our high national level of unemployment, such an additional stimulus to demand ought to be absorbed without an excessive inflationary risk. However, in important segments and regions of the economy it is far from clear that competitive pressures really are exerting the necessary moderating influence on wage and price behaviour. Indeed, it is disturbing to see labour costs moving up distinctly more rapidly in Ontario than elsewhere as employment in that province has expanded, since measured unemployment in Ontario is still at a level only slightly below 7 per cent. These regional differences, as well as our inflation performance, are analyzed in a later section of this Report that deals with economic activity.

Further progress has been made in reducing the size of the federal government deficit, consistent with the longer-term framework laid out in the Minister of Finance's statement of November 1984. As this performance has become more widely recognized, it has given increased credibility to the Government's commitment to continued deficit reduction over time. This in turn has provided a stronger underpinning of support for both securities and exchange markets and made it easier to conduct monetary policy.

I am well aware that reducing the deficit is difficult and that sudden changes in circumstances may temporarily impede progress. The fiscal support recently provided to the energy and agricultural sectors provides a clear example of the kind of additional spending the federal government can be called on to undertake. But however necessary such measures, they are best implemented in a framework of continued progress in achieving the goals of deficit reduction and debt containment.

Confidence in Financial Institutions

I want to turn now to another important development in the domestic financial scene. Events in 1986 demonstrated clearly the crucial role that confidence plays in the financial industry. The failure of two western-based banks in 1985 cast a shadow over other financial institutions. A number of other banks subsequently found it impossible to retain sufficient deposits to fund their loans. As lender of last resort, the Bank of Canada stood ready to make good this shortfall. While depositor confidence in these institutions was not restored, the liquidity support provided by the Bank of Canada did provide these banks with the time needed to pursue other solutions to their problems. In the event, all these institutions had to seek mergers with stronger partners.

I very much regret that it was not possible for these banks to regain public confidence and remain independent institutions. However, these events did serve to remind us of some important lessons. Confidence is crucial for the effective operation of financial institutions, but it can be easily lost. And once lost it is not easy to recoup. Indeed, in such circumstances even very substantial support by the central bank may be of little help in easing depositor concerns. Trust in the supervisory system for banks has an extremely important role to play in both restoring and maintaining confidence. In that connection, the findings of the Inquiry, headed by Mr. Justice Estey, into the collapse of the Canadian Commercial Bank and Northland Bank are important. While the Report of the Inquiry recommended a number of ways in which the supervision of banks should be improved, it found that the basic approach to bank supervision in Canada was fundamentally sound. I might note as well

that the Estey Commission was satisfied that the Bank of Canada had exercised its responsibilities appropriately in regard to the Alberta banks.

The lessons gained from the failure of these two small banks and the spillover effects on other institutions have been kept very much in mind in the deliberations leading up to the federal government's recent announcement of proposed changes in the supervision of financial institutions. I am confident that the changes proposed will contribute to a stronger supervisory system and help to enhance confidence in the stability of financial institutions throughout Canada.

In this regard I should also mention the rapid changes that have been taking place in financial markets around the world. New instruments and new ways of doing business have proliferated, and the traditional distinctions among various types of financial institutions have become increasingly blurred in this highly competitive environment. This process has been encouraged and facilitated in a number of countries by alterations in the legislative and regulatory framework under which financial institutions and markets operate. Not surprisingly, given the openness of our capital markets, similar innovations and pressures for change have been occurring in Canada, and major revisions to regulations have been proposed or recently enacted by both the federal and provincial governments. These developments have the potential to bring about improvements in the quality, cost and range of services available to borrowers and savers both in Canada and elsewhere. At the same time the challenge is to make certain that the new regulatory régimes and associated supervisory arrangements around the world continue to play their role in ensuring that the financial industry operates within as solid and trustworthy a framework as it is possible to achieve.

* * *

In these observations I have emphasized the lingering effects of severe and persistent inflation and the problems generated by unbalanced mixes of fiscal and monetary policies. However, I should also emphasize that these are problems coming from the past. The process of adjustment to a more balanced world economy in the future is underway. The movement back to greater price stability and lower interest rates around the world has greatly enhanced the prospects for sustained economic growth. What is required now is to build on the initiatives taken in 1986 and increase the degree of commitment to international economic cooperation among the major industrial countries. We need to ensure that the difficulties that are bound to arise in the process of international adjustment will not be allowed to give rise to increased protectionism and overwhelm these positive forces for economic progress that are now at work.

Economic and Financial Developments

Economic Activity and Inflation

The pace of economic activity in Canada moderated during 1986 and came more into line with growth rates in other industrialized countries. Some further progress was made in reducing the aggregate rate of unemployment, yet across the regions and sectors of the country there was a marked contrast in performance. Led by a surge in household and business spending, growth in central Canada was quite robust. Elsewhere, particularly in western Canada, developments originating outside the country restrained growth. The energy and agricultural sectors were adversely affected by a sharp fall in crude oil and grain prices. These declines contributed to an appreciable decline in Canada's international terms of trade and slower growth in national income. External demand for Canadian products also moderated because of relatively slow growth both overseas and in the United States.

Little additional progress was made during 1986 in bringing down inflation in Canada. This reflected the fact that several factors, some temporary in nature, continued to exert upward pressure on consumer prices, offsetting the beneficial effects of lower energy prices and relatively modest increases in labour costs.

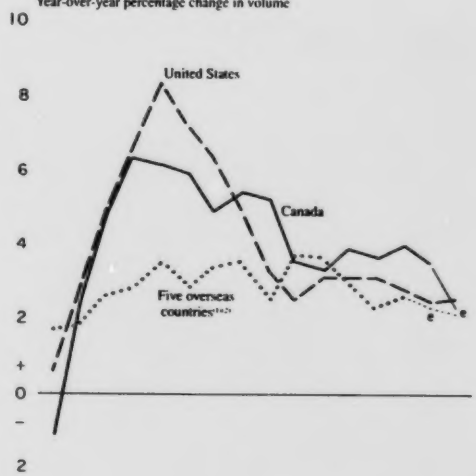
Economic Activity

Total spending in current dollar terms appears to have risen by about 6 per cent in Canada between the fourth quarter of 1985 and the fourth quarter of 1986, somewhat less than the year before. While the volume of production of most kinds of goods and services rose less rapidly during 1986, the extent of the slowdown

International Comparisons

Output

Year-over-year percentage change in volume



Consumer Price Index

Year-over-year percentage change

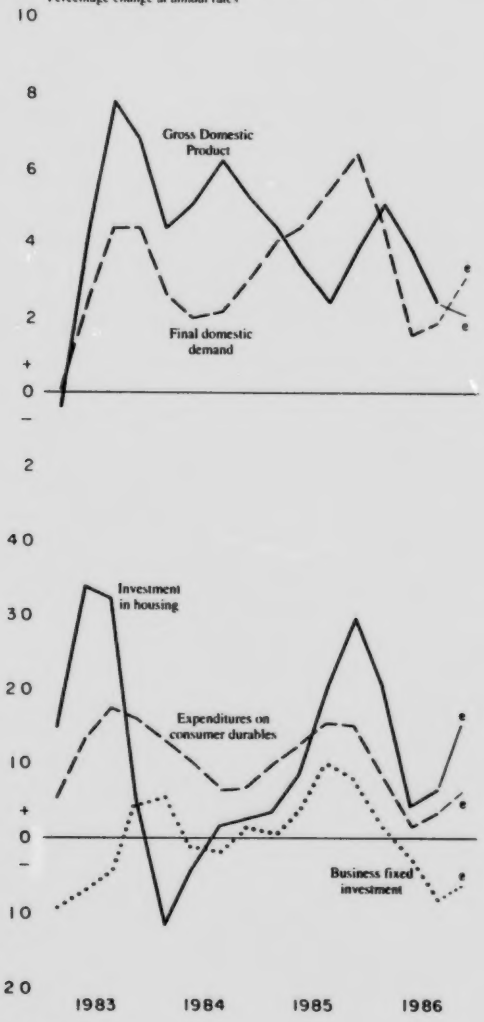
[1]Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy

[2]1982 weights

[e]Estimate

Growth in Real Expenditures in Canada

Latest two quarters over previous two quarters
Percentage change at annual rates



*Estimate

varied considerably. Those sectors of the economy most sensitive to international developments experienced the weakest growth.

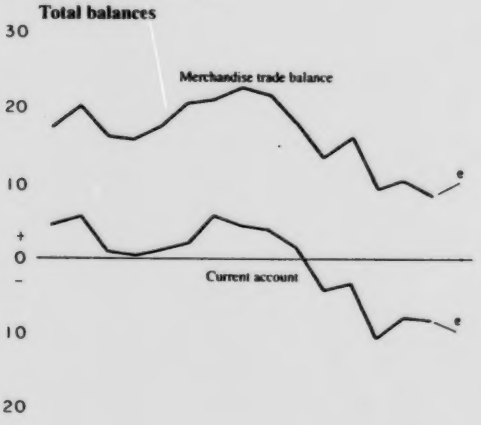
The main impetus for growth came from demand generated by the household sector. Encouraged by a somewhat lower average level of interest rates, a third year of relatively low inflation and steady gains in employment, individuals reduced their savings relative to income to the lowest level since 1973 and assumed higher levels of debt. Consumer expenditures on goods and services as well as investment in new and renovated housing rose strongly, particularly during the second half of the year. While a temporary rise in interest rates contributed to slower growth in final domestic demand early in the year, production levels were sustained over the period by an increase in the rate of inventory accumulation, which then slowed as demand recovered.

As an important producer and net exporter of both energy and grain, Canada was significantly affected in 1986 by the sharp decline in the world prices for these commodities. Capital investment programs in the energy sector, particularly spending on oil and gas exploration and development, were scaled back substantially

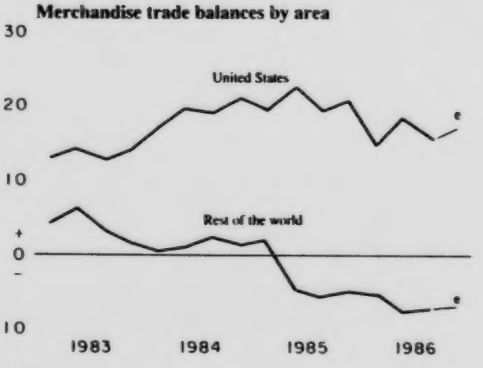
Current Account of the Balance of Payments: Selected Balances

Billions of dollars
Seasonally adjusted at annual rates

Total balances



Merchandise trade balances by area



*Estimate

following the decline in crude oil prices. Outlays on non-energy investment projects were higher than the year before, but did not rise enough to offset the decline in energy investment. Given the general uncertainty about future energy price movements, companies were not inclined to move rapidly to take full advantage of lower energy costs in their investment plans.

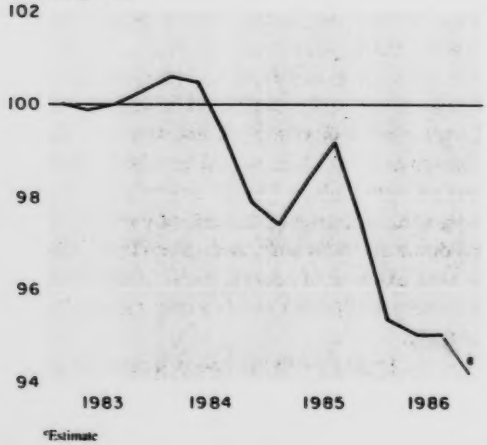
The decline in energy and grain prices contributed as well to a deterioration in the balance on international trade. However, other factors also played a role as the current account deficit widened to about $9 billion, or 1¾ per cent of the value of Gross Domestic Product. The merchandise trade surplus declined significantly in volume terms as the effects of relatively strong domestic demand within Canada and modest growth in demand abroad offset Canada's generally favourable competitive position. In consequence, Canada's trade surplus with the United States dropped significantly, and there was a widening of the trade deficit with the rest of the world. A favourable development, reflecting the attraction of Expo 86, was the marked improvement in the net travel account to a near-balanced position during the summer months.

There were important regional dimensions to the decline in oil and grain prices. As the main energy-consuming region, central Canada gained appreciably from the fall in energy prices. This stimulus, together with the general strength of household demand and increased investment outlays for modernization and expansion in several major manufacturing industries, produced a high level of activity in this part of the country. The strength of demand, particularly in southern Ontario, outpaced supplies in certain industries with the result that price and cost pressures mounted. This was most evident in the market for both new and existing housing, where speculative buying appeared to become a factor.

Canadian International Terms of Trade

Ratio of Export Prices to Import Prices

1983Q1 = 100



*Estimate

In marked contrast, the energy-producing provinces, particularly Alberta, experienced severe difficulties because of the decline in energy prices. Oil-producing firms suffered sharp reductions in revenues and profits and in response reduced employment and investment spending. The partial recovery in world oil prices towards the end of the year will, if maintained, contribute to some improvement in this situation over time.

Conditions in the western agricultural sector also deteriorated. In addition to the strong downward pressure on grain prices arising from the subsidization programs of major world producers, the quality of the Canadian grain crop was low because of wet conditions during the harvest. As a consequence, farm incomes in western Canada were adversely affected and also became more dependent on government stabilization programs.

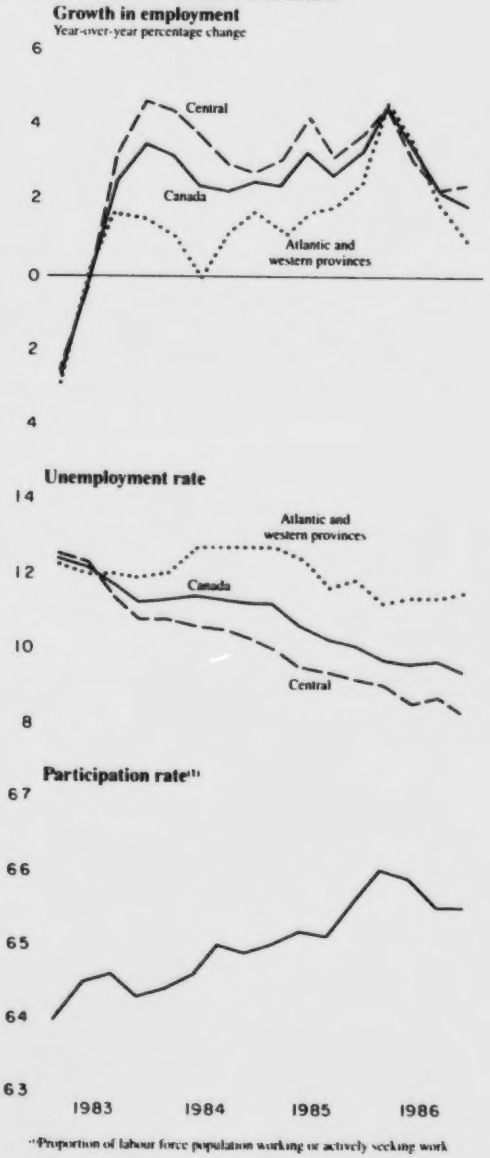
The resource sector as a whole continued to feel the strain of low commodity prices, while the lumber industry was additionally affected by protectionist actions in the United States and by a strike in British Columbia in the second half of the year that affected much of the industry. However, in certain other respects, economic conditions did improve outside central Canada. In the West, Expo 86 attracted an influx of tourists, and prices increased somewhat for livestock, pulp and paper and some wood products. In the Atlantic region, expanding foreign markets for fish products boosted both prices and output.

Employment rose appreciably in Canada during 1986. However, compared to the previous year, the distribution changed considerably, reflecting the divergence in activity across

sectors and regions. Employment growth was particularly strong in financial services and particularly weak in the energy-producing sector. Employment gains in the goods-producing sector of the economy were generally limited. In such industries, there has been increasing emphasis on achieving productivity gains in order to reduce costs and increase competitiveness in domestic and international markets.

The proportion of the working-age population employed or seeking employment declined through most of 1986, partially reversing the rising trend evident since early 1983. Some workers, particularly those in the primary industries, may have decided to withdraw from the labour force given limited job prospects and the costs of relocation. Early retirement plans have also been introduced in many of these industries as one means of reducing labour costs. Overall, in an environment characterized by difficult adjustments in both product and labour markets, the aggregate unemployment rate remained relatively high, although by year-end it had fallen to under 9½ per cent from 10 per cent the year before.

Selected Labour Market Indicators



[1] Proportion of labour force population working or actively seeking work

Inflation

The rate of increase of prices and costs in 1986 was again subject to a number of offsetting forces. On the one hand, the prices of goods produced in Canada rose less rapidly than in 1985 because of lower energy prices, weak commodity prices generally, and more moderate increases in production costs. On the other hand, a number of factors continued to exert upward pressure on the prices of goods and services consumed in Canada. At the end of the year the Consumer Price Index was nearly 4¼ per cent higher than a year earlier, approximately the same rate of increase as during 1985.

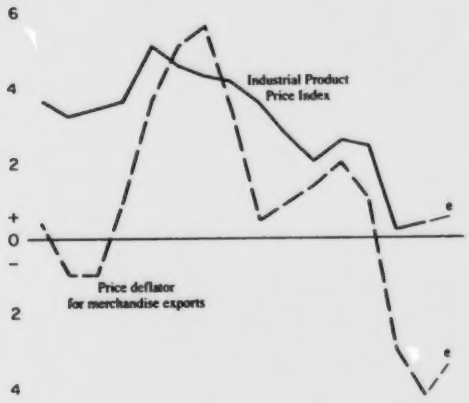
One of the main factors exerting downward pressure on inflation during the past year was the sharp fall in crude oil prices. Led by a substantial drop in fuel oil and gasoline prices, energy prices at the retail level declined by about 13 per cent. If this drop had not occurred, the Consumer Price Index would have been about one per cent higher. The fall in energy prices had a significant impact on the rate of increase of producer prices as well, and, given that Canada is a net exporter of energy, it also contributed to the sharp decline in Canada's international terms of trade.

During 1986 the rise in labour costs per unit of output continued to be quite restrained, largely because the increase in the average earn-

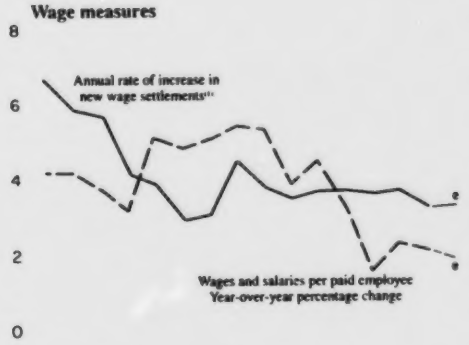
Indicators of Producer Prices and Costs

Industrial product prices and deflator for merchandise exports

Year-over-year percentage change



Wage measures



Labour costs per unit of output

Year-over-year percentage change

[1]Excludes those settlements with cost of living adjustment clauses

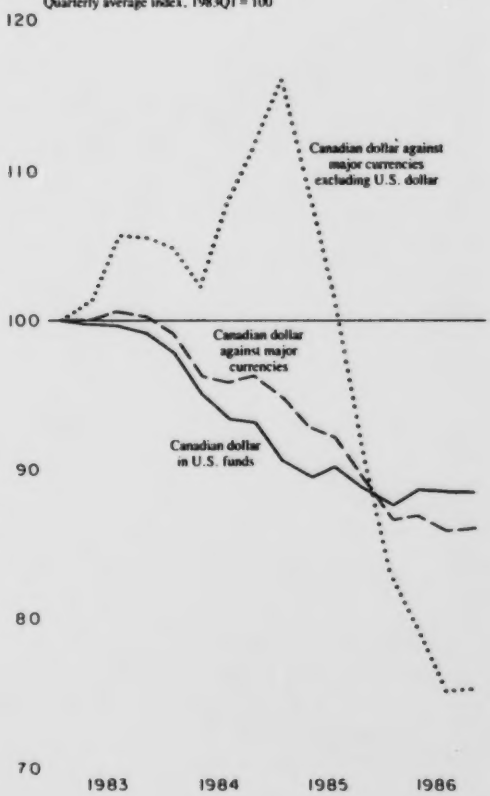
e Estimate

ings of wage and salary workers was only about 2 per cent. This moderate rise in average wage rates primarily reflected the pressures of competition in both labour and product markets. Indeed, unemployment levels remain above historical averages and the prices at which producers are able to sell their products remain generally quite weak. The lower inflation of the past two or three years, relative to the experience of the 1970s and early 1980s, has been an additional factor contributing to the moderation in wage pressures.

At the consumer level, several factors offset the favourable impact on prices of the drop in energy prices and the moderation in production costs. The depreciation of the Canadian dollar continued to exert upward pressure on the domestic price level. In addition to the cumulative effects of depreciation against the U.S. dollar over the past two to three years, the sharp depreciation against overseas currencies since early 1985 has had a major impact. In this environment the prices of automotive products imported from overseas rose by about 6 per cent during 1986, and the prices of other imported consumer

Exchange Rates

Quarterly average index, 1983Q1 = 100



Consumer Price Index

*Includes energy (gasoline and fuel oil prior to June 1985 only), tobacco and alcohol, regulated rent, property taxes, public transportation, communications, water, cablevision, regulated post-secondary education courses, vehicle registration fees, drivers' licenses and agricultural products subject to regulation

goods rose by about 8 per cent. The price of meat and fresh vegetables also rose particularly rapidly in 1986. Pork prices increased strongly in response to a pronounced reduction in supplies coming on the market, and the 1986 vegetable crop was adversely affected by growing conditions. However, by year-end there was evidence that supply pressures in these areas had begun to ease.

In addition, prices were affected through 1986 by increases in a number of provincial and federal sales and excise taxes, and most prices subject to regulation of one form or another continued to rise at rates well above the rate of increase of the overall Consumer Price Index.

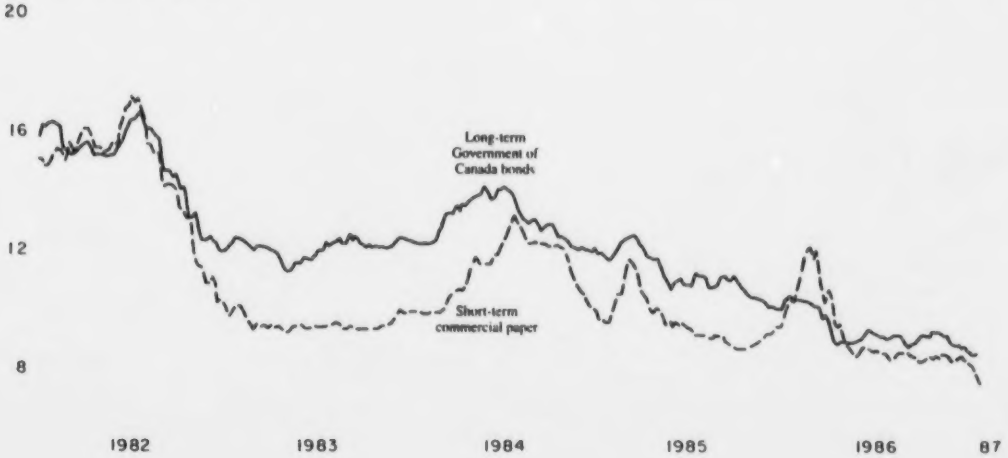
While Canada's inflation performance in 1986 was disappointing in some respects, many of the forces leading to higher prices seem temporary in nature and domestic costs continue to rise at a relatively low rate. However, current regional disparities represent a risk to a more favourable outcome in the future. In Ontario, labour markets have been rather tight, and consumer prices in the Toronto area rose by over 5¼ per cent during the year. If inflation continues to accelerate in the high-growth regions of the country, or spills over and affects wage and price decisions in other regions, the process of adjustment towards greater price stability in Canada could be impeded. To date, however, cost and price pressures outside of central Canada continue to be quite moderate reflecting the lower levels of economic activity in those regions.

Financial Developments

Interest rates in Canada continued to trend downwards during 1986, following similar if somewhat larger movements in the United States. While this underlying pattern was interrupted in the early months of the year by an increase in Canadian interest rates in response to developments in the exchange market, rates subsequently fell back to the lowest levels seen since the late 1970s. The exchange rate, following an abrupt decline to record low levels through the first months of 1986, recovered by the spring. It then remained in a narrow range around 72 U.S. cents through the rest of the year before rising sharply to above 74½ U.S. cents at the end of January 1987.

The overall demand for credit expanded at a more moderate pace in 1986 than in the previous two years, mainly as a result of slower growth in borrowing by the federal government. Private sector credit continued to grow at about the same pace as in 1985 as weaker business demands were offset by increased strength in the demand for credit by households. Most of the major monetary aggregates also grew somewhat less rapidly during the year, reflecting for the most part the general slowing in total spending in the economy. In addition, a number of the monetary aggregates were affected to some degree by continuing financial innovation and institutional changes.

Canadian Interest Rates

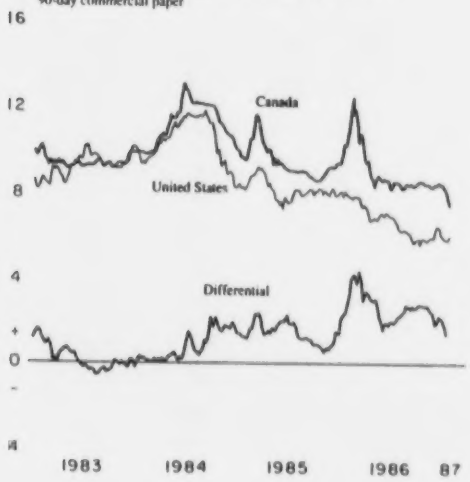


Interest Rates and Exchange Rates

The sharp increases in domestic short-term interest rates early in 1986 were the culmination of pressures that had begun in the autumn of 1985 in response to a weakening Canadian dollar. The principal sources of downward pressure on the dollar were the continuing weakness in international commodity prices, the gathering consensus that growth would slacken in Canada's principal export markets, and uncertainties about the federal government deficit in the light of a forthcoming budget. These factors, along with rather narrow differentials between Canadian and U.S. short-term interest rates, contributed to an erosion of confidence that the existing exchange rate could be maintained. As the exchange rate weakened in response, speculative pressures were set in motion that both accentuated this downward movement and caused short-term interest rates to move upwards.

Canada-U.S. Short-Term Interest Rates

90-day commercial paper



In early February, with the dollar having fallen to 69 U.S. cents from over 73 U.S. cents in the preceding October, the Government and the Bank of Canada responded with a program of aggressive intervention in the exchange market and actions in the money markets to reinforce the upward adjustment that was already taking place in domestic short-term interest rates. In addition, the Government announced its intention

Exchange Rate

Canadian dollar in U.S. funds

to borrow abroad to bolster its exchange reserves. Short rates peaked at levels of 12 to 13 per cent in early March, by which time 30-day commercial paper rates were almost 4½ percentage points above their lows of the previous autumn, and the differentials between Canadian and U.S. rates had widened to more than 5 percentage points. The rise in rates was much steeper at the very short end of the term structure, suggesting that the market believed the need for sharply higher rates was temporary.

These actions succeeded in breaking the speculative momentum that had developed in exchange markets against the Canadian dollar, and by the spring the dollar had recovered to over 72½ U.S. cents. The recovery was supported by other developments as well. After some initial hesitation in the exchange market, the federal government's February budget proposals seemed to be well received, and there was an increased realization that earlier assessments of the overall impact on the Canadian economy of weak markets for oil and other primary commodities may have been overly negative. As the exchange rate strengthened, short-term interest rates came down, and by May the earlier rise in rates had been completely reversed.

The scope for lower domestic interest rates was enhanced by the decline in interest

rates that was occurring in the United States and elsewhere. Twice during this period, in March and in April, the U.S. Federal Reserve lowered its discount rate by a half percentage point. Market interest rates also fell. These actions, taken in the face of weaker economic growth and moderating inflation in the United States, were accompanied by interest rate declines in most of the overseas industrial countries.

The relative stability during the latter half of 1986 in the exchange value of the Canadian dollar against the U.S. dollar, and in domestic interest rates, stands in sharp contrast to their earlier volatility. From May until year-end, the Canadian dollar traded within a narrow range around 72 U.S. cents, while short-term interest rates were little changed, drifting down from around 8½ per cent at mid-year to about 8¼ per cent at the end of the year. Despite the relative stability of the exchange rate and further declines in U.S. short rates, confidence in the Canadian dollar strengthened only slowly. Expectations of a weaker dollar because of actual and potential trade disputes with the United States and a deterioration in the current account of the balance of payments contributed to the persistence of relatively wide differentials between short-term interest rates in Canada and the United States. Overall, however, short-term rates in both countries during 1986 reached their lowest levels since the late 1970s.

Long-term interest rates also declined during 1986. Yields on longer-term Government bonds, which had been as high as 14 per cent or more in 1984, had fallen to about 10 per cent by the beginning of 1986. However, this trend was temporarily broken as short-term rates rose sharply in January and February. The decline resumed only when the rise in domestic short-term rates began to be reversed and when long-term bond yields in the United States dropped sharply in response to the steps taken by Congress aimed at reducing the large U.S. budgetary deficit. By mid-year, Canadian long-term rates had fallen to about 9 per cent, where they remained until after year-end.

With a reduction in U.S. long-term rates during the year that was substantially greater than in Canada, the rate differential between the two countries widened appreciably.

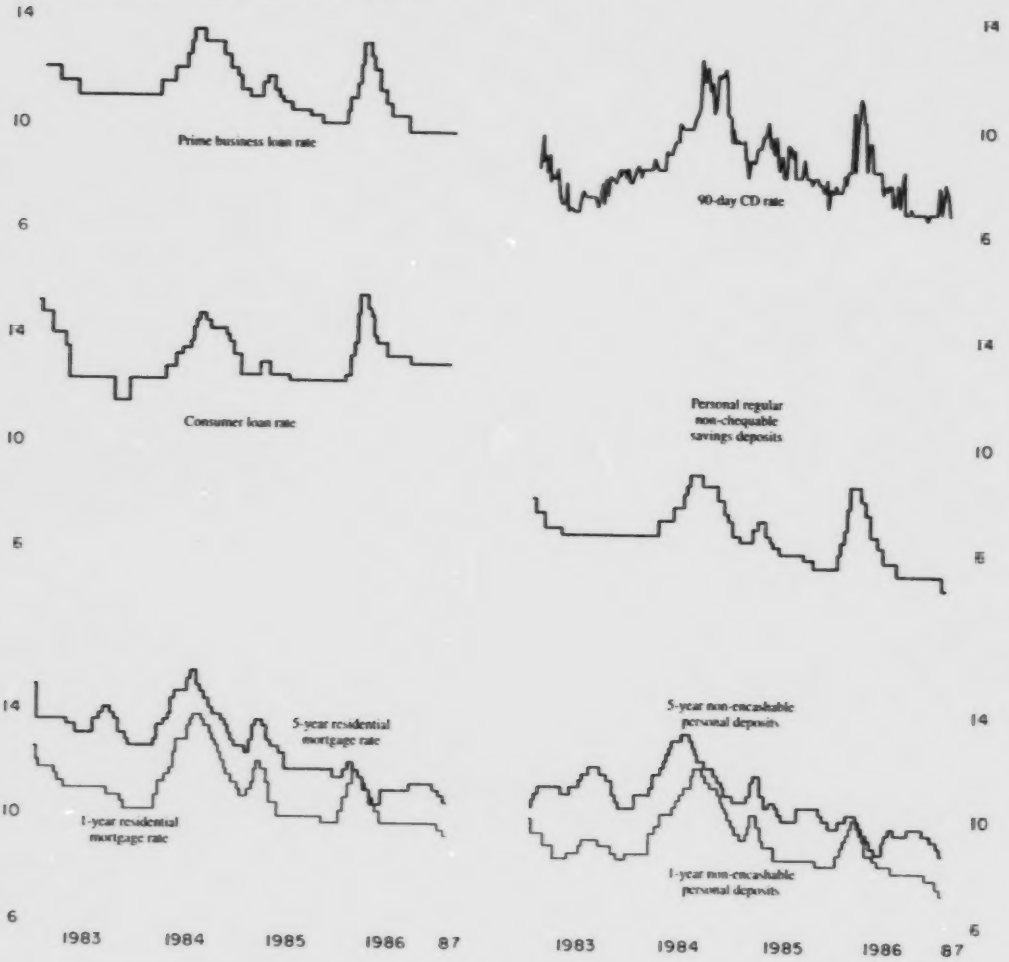
Canada-U.S. Long-Term Interest Rates

Lingering concerns about the exchange rate and relative inflation prospects in Canada and the United States may have played a role in these developments.

Movements in administered interest rates in Canada generally followed closely those of market interest rates of comparable maturity, though there was some tendency for the spread between bank lending rates and market rates to widen. During the first half of 1986, interest rates on shorter-term loans and deposits at financial institutions rose and then declined in response to the movements in market interest rates. Interest rates on longer-term maturities, notably five-year mortgages and deposits, were relatively stable through this period and even rose modestly for a time in the second half of the year owing to a stronger demand for residential mortgage financing and a shift in borrowers' preferences towards longer terms. Consumer loan rates, which increased by nearly 3 percentage points in the early months of the year, subsequently declined by only 2 percentage points because of a pickup in loan demand and at year-end were at levels higher than those experienced through most of 1985. However, most administered interest rates finished 1986 at their lowest levels since 1978.

During January 1987 short-term rates in Canada declined a good deal further and differentials against U.S. rates narrowed as the Canadian dollar moved upwards quite strongly against the U.S. dollar. These market pressures were reflected in somewhat smaller declines in long-term rates as well as reductions in a number of

Selected Administered Interest Rates at Banks



administered rates, including the prime lending rate at the chartered banks.

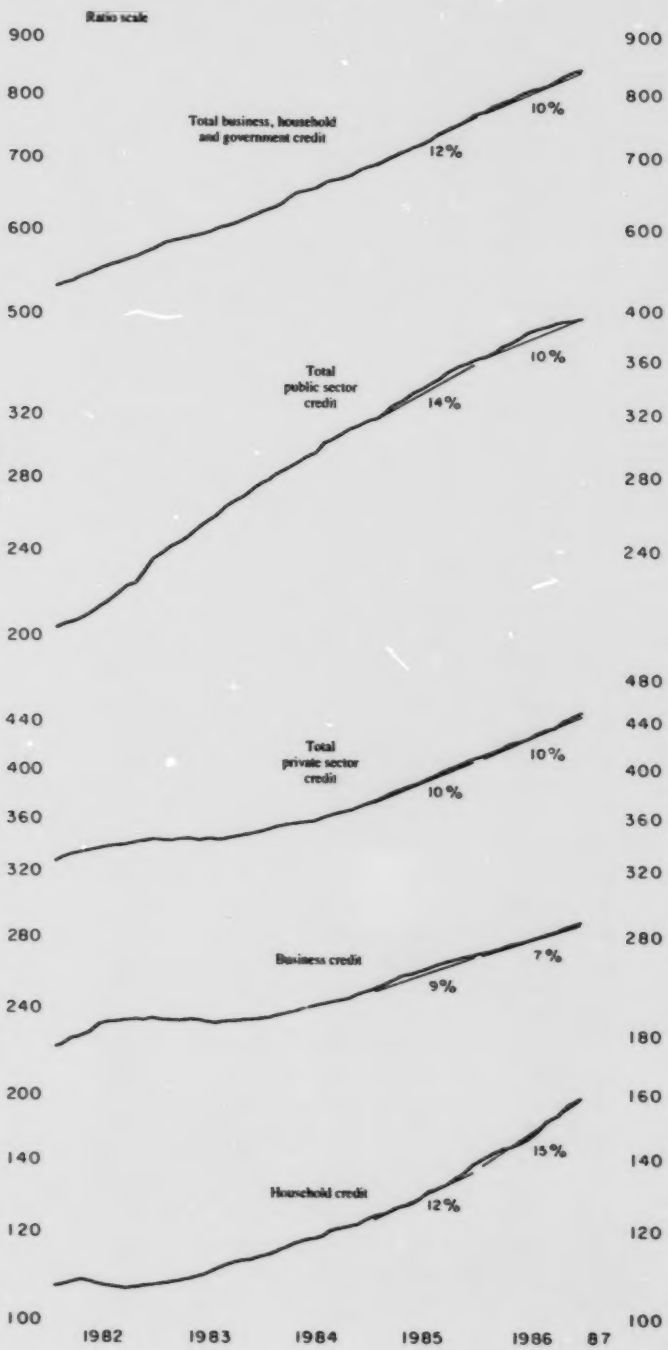
Credit Developments

The rate of increase in the outstanding borrowing of the private sector remained around 10 per cent in 1986, despite some slowing in the growth of total spending in Canada. As a result, the ratio of private sector credit outstanding to Gross Domestic Product rose for the second consecutive year following three years of decline. The increase in the ratio was due entirely to a pickup in household credit. Residential mortgage financing was especially buoyant in reaction to mortgage interest rates that for much of the year were at the lowest levels in almost a decade. But despite the increased willingness on the part of households to use credit to finance increased spending, debt outstanding as a proportion of personal income remains below the peak levels reached during the late 1970s.

The slowing in the growth of business credit was especially noticeable in short-term borrowing. In contrast, equity and bond financing grew strongly in spite of a marked falloff in capital investment spending. Lower long-term interest rates and improved equity prices during

Credit Aggregates: Amounts Outstanding

Billions of dollars, seasonally adjusted



Total public sector credit:
Loans extended to, and bonds and bills issued by federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises

Total private sector credit:
Total of business and household credit

Business credit:
Loans and financial leases extended to, and acceptances, short-term paper, bonds and equities issued by non-financial businesses

Household credit:
Consumer credit and residential mortgage loans extended by selected lenders

Growth rates are calculated as fourth quarter to fourth quarter changes

the year provided an incentive for firms to undertake further debt restructuring and a general strengthening of their balance sheets.

Public sector borrowing requirements have been declining steadily for the past four years, a reflection of both a slowing in the rate of expenditure growth and rising revenues. Higher revenues have been generated by the cyclical recovery in the economy, and there have been as well a number of tax increases during this period as part of government efforts to slow the rate of growth in outstanding debt. Further gains were made in this regard in 1986, particularly at the federal level.

Monetary Aggregates

The growth rates of all the major monetary aggregates slowed in the first six months of 1986, reversing the rapid increases evident through most of the previous year. Although growth picked up towards the end of 1986, for the year as a whole it remained below the pace of 1985 for most aggregates. While the behaviour of the monetary aggregates during 1986 corresponded reasonably closely to the general movements of income and interest rates, financial innovations and other institutional developments continued to exert an influence on the growth of particular monetary aggregates. Such developments included significant shifts in the market shares of banks and near-banks and the introduction of new deposit instruments. There was also evidence of a further move towards "securitization" in financial markets, whereby direct lending between lenders and borrowers has tended to displace the intermediation of funds by financial institutions, thus dampening the growth of some broad monetary aggregates.

The effects of fluctuations in interest rates and total spending growth during the year were especially evident in the movements of the narrowest monetary aggregate, M1. The increase in short-term interest rates at the beginning of the year, combined with lower nominal spending growth, produced a steep decline in M1, as households and businesses reduced their holdings of transactions balances. M1 growth accelerated in the latter part of the year, however, in response to the sharp decline in interest rates in the second quarter and a pickup in the rate of growth of nominal spending. Unlike many earlier periods, financial innovations did not exert a strong distorting influence on M1 growth in 1986.

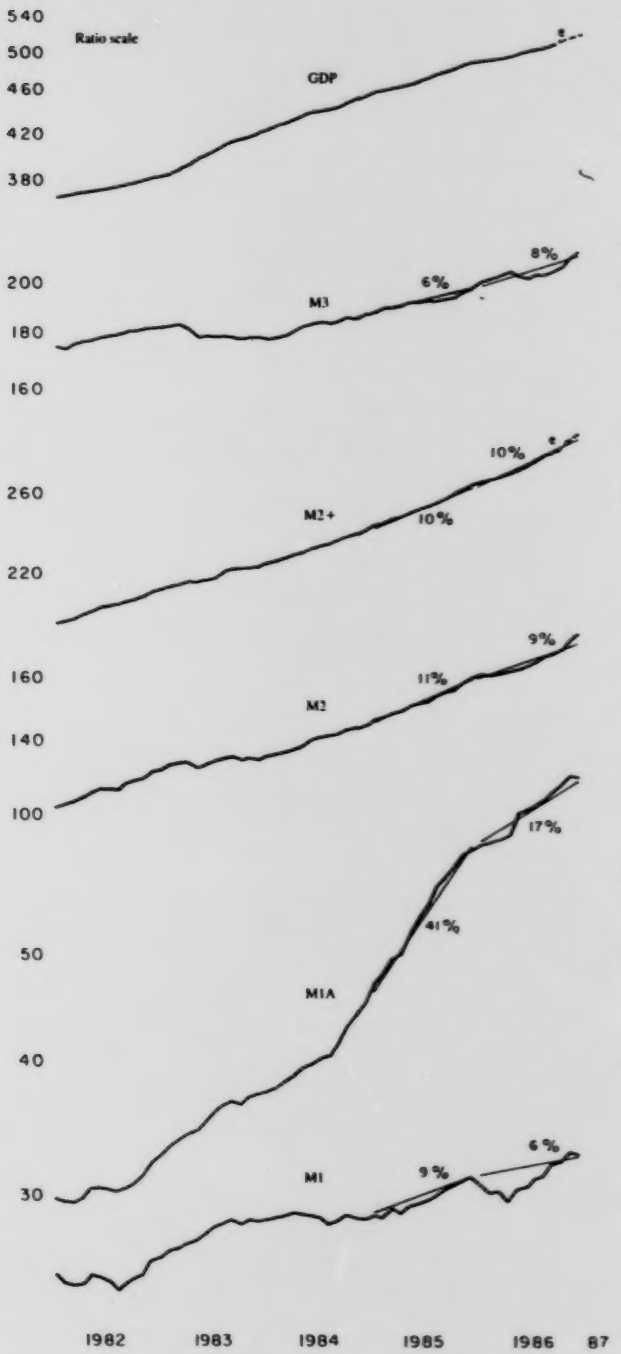
Financial innovations did, however, continue to contribute to substantial volatility in the growth of M1A. In particular, new savings accounts offering attractive rates of interest on high balances were introduced and aggressively marketed by banks and near-banks beginning in late 1985. These accounts, which are classified as non-chequable and are therefore excluded from the M1A measure of transactions balances, attracted a large volume of funds that otherwise would have been placed in daily interest chequing accounts.

The broader money measures, such as M2 and M2+, continued to reflect the major fluctuations in aggregate spending over the year as well as certain institutional developments. The reduction in holdings of Canada Savings Bonds over the year, a result of heavy redemptions in the first quarter and a smaller than normal fall campaign, acted to increase the growth of these broader aggregates. Aggressive competition by near-banks to obtain a larger share of the personal deposit market is reflected in a somewhat higher rate of growth in the aggregate M2+, which consists of M2 plus near-bank deposits.

New market developments continued to have a significant impact on the behaviour of the broad aggregate M3. Increased reliance by commercial borrowers on direct forms of financing, most notably short-term commercial paper and bankers' acceptances, as well as bond and equity financing, have reduced the demand for bank credit. Therefore, the funding requirements of the chartered banks have grown at a slower pace and have in turn reduced the growth of M3. The recent shifts towards longer-term financing and more direct forms of financing have increased the variability in the current movements of M3 and added an element of uncertainty about its likely future trend.

Monetary Aggregates and Gross Domestic Product

Billions of dollars, seasonally adjusted



GDP
Total spending on goods and services at current prices

M3
M2 plus non-personal fixed-term deposits plus foreign currency deposits of residents booked in Canada

M2+
M2 plus personal savings deposits at trust and mortgage loan companies, credit unions and caisses populaires

M2
M1A plus other notice deposits plus personal term deposits

M1A
M1 plus daily interest chequable savings deposits plus non-personal notice deposits

M1
Currency and demand deposits

Growth rates are calculated as fourth quarter to fourth quarter changes

*Estimate

International Developments

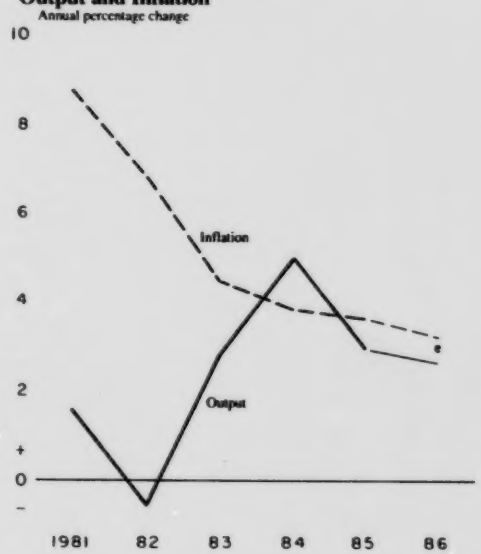
Growth in the world economy was slower than expected in 1986, and the problems associated with large imbalances in international payments and international debt continued to dominate the economic scene. The process of exchange rate realignment among major currencies, initiated in 1985, continued into 1986, and the thrust of policies aimed at reducing international imbalances in fiscal positions was also maintained. Nevertheless, progress on both the fiscal and balance of payments fronts has been slow, and protectionist pressures have remained strong. At the end of 1986, the large U.S. payments deficit and the corresponding Japanese and German surpluses were still at record levels. However, the inflation performance of most industrial countries improved further during the year, and there were further declines in the general level of interest rates.

Without the support of a more rapid expansion of world economic growth, the position of many heavily indebted developing countries remained difficult despite the beneficial effects of lower interest rates. Oil-exporting debtors were particularly affected by the sharp decline in the price of oil that occurred in 1986. Nevertheless, some progress has been made on the road to a more viable situation by several of the developing countries through the adoption of strong adjustment programs with the support of the international financial community.

Industrial Countries

The economies of the industrial countries continued to advance in 1986 but at a somewhat slower pace than had generally been expected. The dominant events in 1986 were the

Major Industrial Countries[1][2]: Output and Inflation

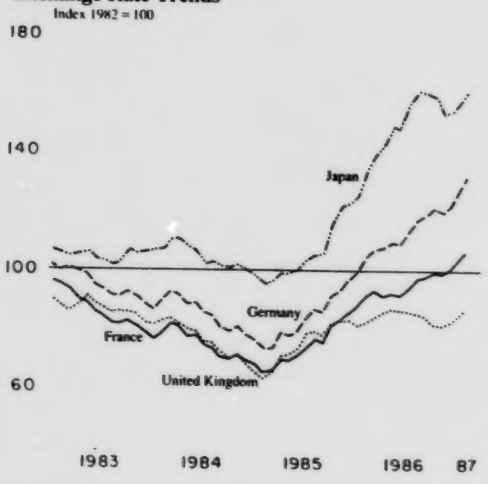


[1] United States, Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy, Canada
[2] 1982 weights
[3] Estimate

large changes in exchange rates and the price of oil. Throughout the world the countries and sectors favoured by these changes tended to increase their spending gradually, while for those affected negatively by these factors, the associated falloff in domestic spending was more abrupt. As a result, the combined rate of growth of the seven principal OECD countries was estimated to be somewhat below the 3 per cent rate recorded in 1985.

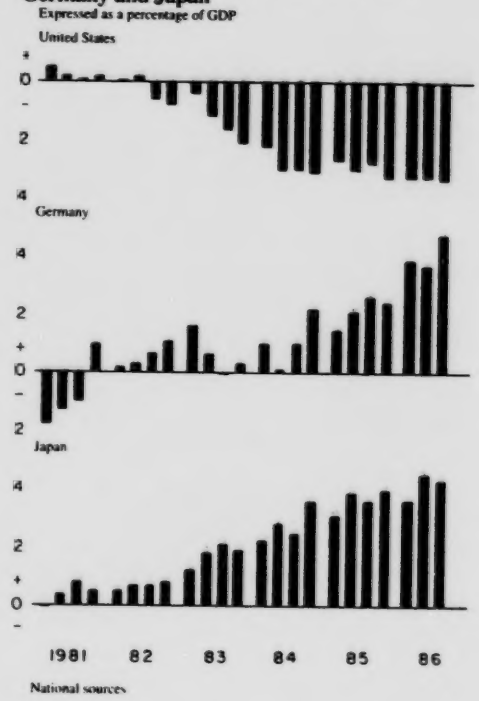
Among these major countries, the marked slowing in the Japanese economy, together with weaker growth in the United States in the second half of the year, more than offset any pickup in the European countries. Domestic demand was less buoyant in the United States, reflecting mainly the move towards fiscal restraint and a sharp drop in energy-related investment. This weakness in the United States was exacerbated by the limited response of trade flows to a lower exchange rate and by the low level of demand for U.S. exports from oil producers and other developing countries still struggling to deal with their international debt problems. Although the volume of exports of the major surplus countries, Germany and Japan, were similarly affected by weak demand from developing countries, their current account

Exchange Rate Trends[1]



[1] Monthly average of the value of national currencies in terms of the U.S. dollar

Current Account Balances of United States, Germany and Japan



National sources

surpluses remained high, given the benefit of much lower prices for their oil imports.

Current account imbalances among major industrial countries remain large, but there are some signs that the currency realignments are causing the magnitude of the imbalances to level off, measured as a percentage of GDP. Further progress will in part depend on the continued pursuit of policies to achieve a better balance in the fiscal situations of the industrial countries, and policies to ensure that international payments adjustments are not impeded by protectionist measures.

In this connection, the progress made in 1986 towards international policy coordination and interest rate reduction has been helpful. The Tokyo Summit emphasized cooperation among the seven major countries and, in the face of strengthening protectionist pressures in many countries, it was agreed to launch a new round of trade negotiations under the auspices of the General Agreement on Tariffs and Trade. These negotiations will, for the first time, encompass

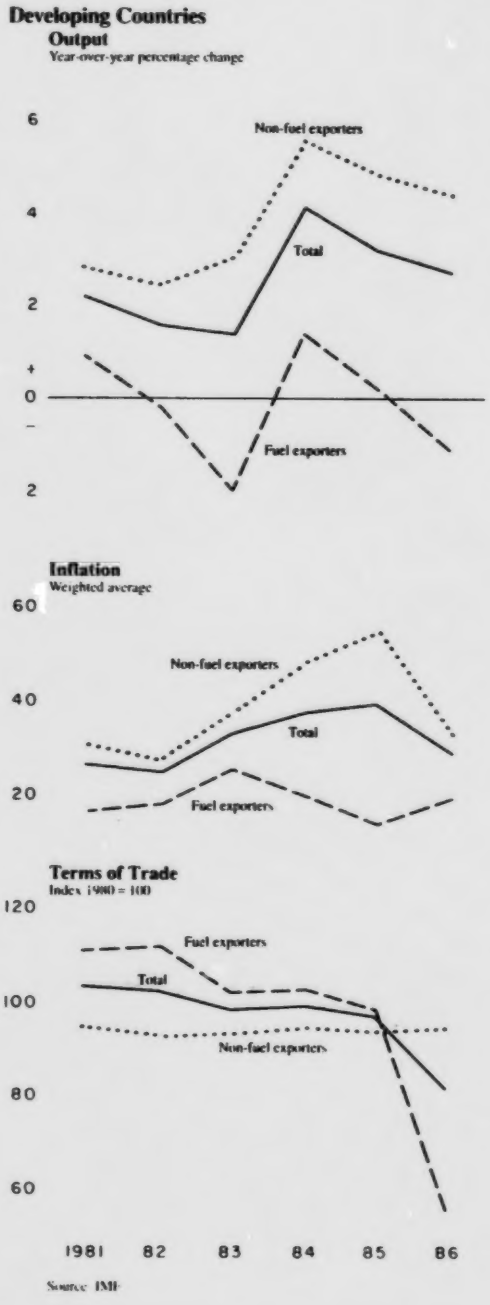
trade in services and agricultural products. The continuing and massive subsidies provided to agriculture by the European Economic Community and the United States pose a serious threat to the viability of many agricultural producers, not only in other developed nations such as Canada, but also for many countries in the developing world.

Developing Countries

In 1986 the impact of external developments on the developing countries varied considerably. On the one hand, the fall in oil prices and in international interest rates had a beneficial effect on many countries. The group of countries for which oil and fuel products are not a major source of export revenues saw their terms of trade remain virtually unchanged, in spite of continuing weakness in the prices of the commodities that make up their traditional exports. In those countries, growth rates fell only slightly, and there was little change in their total current account deficit. On the other hand, the terms of trade of the fuel-exporting countries deteriorated very sharply, contributing to a fall in output in these countries as a group and to a substantial worsening in their collective current account position.

A number of heavily indebted countries continued to find it difficult to meet their scheduled debt service payments. The adjustment efforts of these countries have been complicated by the relatively unfavourable international environment and the limited availability of external financing. An increasing number of countries have been implementing wide-ranging programs designed to bring about a fundamental adjustment of their economies. Such programs have encompassed both macroeconomic policies, including policies designed to reduce inflation, and structural reform measures which in general represent a move to a more market-oriented approach. In time, such initiatives should improve the efficiency and competitiveness of their economies, help them to benefit from development programs and encourage the financial support needed for development.

These adjustment efforts need coordinated support from the international financial

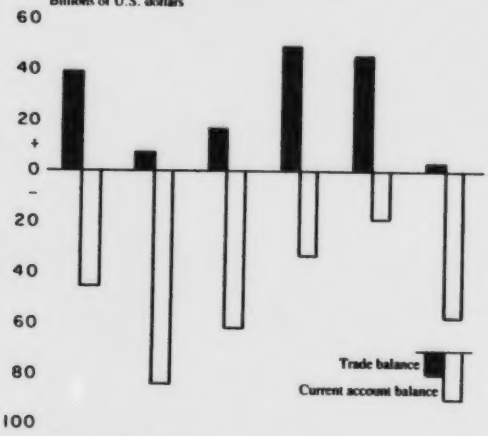


community. In 1986, the International Monetary Fund and the World Bank provided policy advice and financial assistance for such adjustment.

Developing Countries

Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars

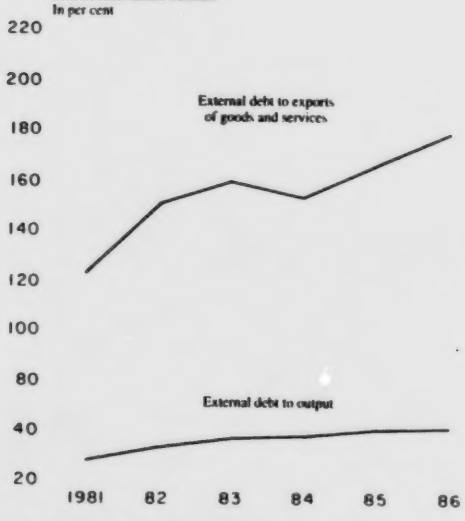


Merchandise trade

Billions of U.S. dollars

External debt ratios[1]

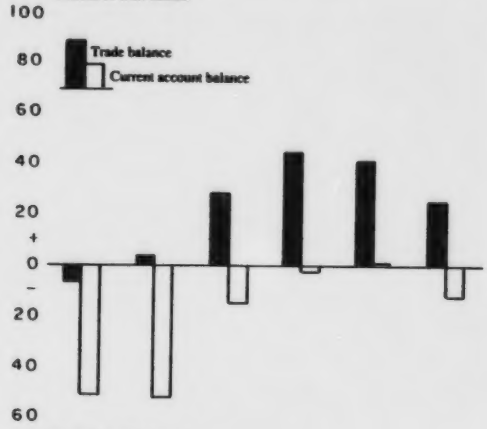
In per cent



Fifteen Heavily Indebted Developing Countries[2]

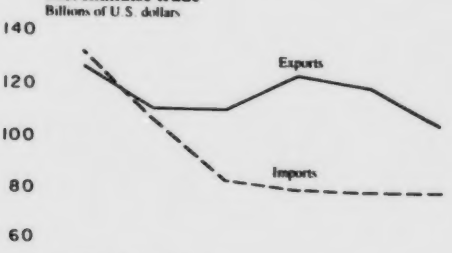
Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars



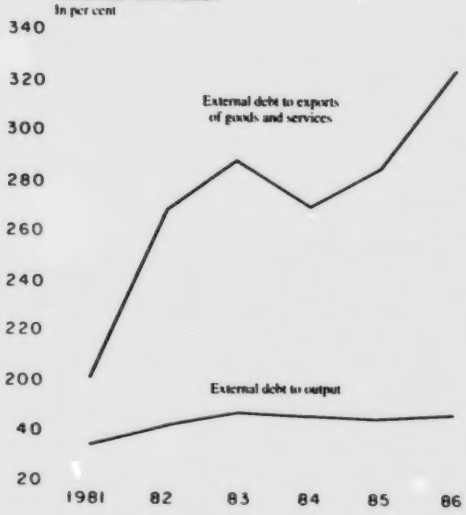
Merchandise trade

Billions of U.S. dollars



External debt ratios

In per cent



[1] Ratios apply to capital importing developing countries only

[2] Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Côte d'Ivoire, Ecuador, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela, Yugoslavia

Source: IMF

while private and official creditors rescheduled repayments due from many of these countries and provided new financing in some cases. The Canadian banks played their part in these arrangements. The largest financial package assembled through these coordinated efforts was that for Mexico.

In 1986, the Bank of Canada, with the concurrence of the Minister of Finance, participated with other countries in arrangements to provide short-term bridge financing to Mexico and Nigeria. In both cases, the financing was related to economic adjustment programs undertaken by these countries in cooperation with the IMF and IBRD. Canada's share in the U.S.$1.1 billion official facility for Mexico was U.S.$45 million, and in the U.S.$250 million facility for Nigeria was U.S.$5 million. Only a small amount of the Mexican drawings remains outstanding, while the Nigerian loan has been repaid.

BANK OF CANADA OPERATIONS

Bank of Canada Advances and Securities Market Operations

The Bank of Canada has two principal liabilities: currency issued to meet the public's demand for banknotes, and the deposits of chartered banks and directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA) that are held at the Bank for reserve and settlement purposes. Normally, the asset counterpart of these liabilities is made up almost entirely of Government of Canada securities. However, in 1985 in response to persistent liquidity problems of certain smaller banks, advances by the Bank to CPA members grew to represent a sizable proportion of the Bank's total assets. During the early part of 1986 outstanding advances to chartered banks and other CPA members continued to increase, from $3.5 billion at the end of 1985 to a peak of $5.2 billion at the end of March 1986. Since then repayments have led to a very substantial reduction in advances to CPA members – to a level of $868 million at year-end. As these repayments were made, the Bank was once again able to increase its overall holdings of Government of Canada securities, and these rose by $2.6 billion. Holdings of treasury bills increased by $3.9 billion, while holdings of Government of Canada marketable bonds fell by $1.3 billion. Other investments of the Bank rose by about $1 billion during 1986 as the Bank purchased foreign currency assets from the Exchange Fund Account as part of its regular cash management operations. Monthly changes in the Bank's assets and liabilities are shown in Appendix Table I.

The changes in the Bank's outstanding advances over the course of the year were related primarily to loans that had been extended to four banks – the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank, which ceased operating in 1985, and the Continental Bank of Canada and the Bank of British Columbia, which have recently sold their assets to other banks. The continuing process of liquidating the assets of the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank enabled the repayment of part of the advances that had been made to these institutions. At the end of 1986 Bank of Canada advances to the Canadian Commercial Bank stood at $481 million, down from $1,095 million at the end of 1985, while advances to the Northland Bank decreased from $481 million to $310 million over the same time period.

On October 31, 1985 a special $1.4 billion term advance to the Continental Bank of Canada from the Bank of Canada was announced in conjunction with a $1.5 billion line of credit from the major chartered banks. The term loan with the Bank of Canada, originally scheduled to mature April 30, 1986, was extended on three occasions and was due to expire at the end of

January 1987. In addition to the term advance, the Bank made short-term advances on a day-to-day basis, and total advances to the Continental Bank of Canada reached a peak of $2,848 million in 1986. On October 2, 1986 Lloyds Bank of Canada announced that it had reached an agreement to buy a substantial portion of the assets of the Continental Bank of Canada and to assume most of its liabilities. The liability for outstanding advances from the Bank was transferred to Lloyds Bank of Canada on November 7, 1986, the closing date of this transaction, and was fully repaid by mid-December.

Substantial liquidity advances were also provided to the Bank of British Columbia beginning in February. These advances reached a peak of $975 million in the spring of 1986. In November 1986, the Hongkong Bank of Canada announced its intention to purchase most of the assets of the Bank of British Columbia and to assume the bulk of its liabilities, including the Bank of Canada advances. This purchase was effected on November 27, 1986, and the outstanding advance from the Bank of Canada was repaid before the end of November.

The Bank of Canada also extended credit at various times in 1986 through Purchase and Resale Agreements (PRA) to those investment dealers who are also money market jobbers. These periods centred around February and March, when the overnight costs of financing dealer inventories were high as the Bank sought wide spreads between short-term interest rates in Canada and the United States, and the final weeks of the year when technical factors in the U.S. markets put undesired upward pressure on overnight rates in Canada. The PRA extended towards year-end were for the most part "special" PRA. Special PRA are offered by the Bank on its own initiative and terms, rather than on the initiative of the jobbers. Since the initiative to provide the financing rests with the Bank, such PRA provide the Bank with the scope for a more direct influence on the cost of overnight financing for investment dealers in circumstances where it is considered that the interest cost developing in the market is too high. Details of Bank of Canada advances to CPA members and the amount of PRA outstanding, including Special PRA, are shown in Appendix Table III.

On one occasion in 1986 the Bank undertook a new type of transaction called Special Sale and Repurchase Agreements. Special Sale and Repurchase Agreements are essentially the opposite of Special PRA. That is, they provide the Bank with a direct method of stabilizing the cost of overnight financing against downward rather than upward rate pressure. The Bank arranged $150 million of Special Sale and Repurchase Agreements with chartered banks on August 29, 1986.

The Bank adjusts its portfolio of Government of Canada bills and bonds either through transactions with the market or by adjusting its participation in new issues of marketable bonds and at the weekly treasury bill tenders. During 1986 the Bank managed the very large changes in the composition of its assets primarily through its transactions in treasury bills.

The Bank was at times also a net seller of bills to the market, especially at the beginning of February, when its actions were designed to produce upward pressure on short-term interest rates in support of the dollar and then in the period from late February through to May to moderate the decline in short-term interest rates as the dollar strengthened. The Bank was subsequently able to replace these bills and added a further $3.9 billion of bills to its portfolio at the regular weekly auctions. The acquisition of bills by the Bank at the auctions was particularly large during the period of heavy sales to the market and towards the end of the year when large repayments of advances by banks took place. Normally the size of new treasury bill tenders is reduced during November and December when Government balances are high following the Canada Savings Bond campaign. With this year's more modest outcome for the campaign, the bill auctions in late November and December were larger than in recent years and the Bank's purchases were readily accommodated. The Bank also added to its holdings of marketable bonds at most of the new issues, yet sales to the market more than offset these purchases and over the year the bond portfolio was reduced by $1.3 billion. Most of the Bank's bond sales were

concentrated in the first quarter of 1986. The Bank's net securities transactions with the market and with the Government and other client accounts are shown on a monthly basis in Appendix Table IV.

The Bank, as fiscal agent, is a party to the Government of Canada's banking arrangements. At the beginning of April 1986 new arrangements between the Government and the financial institutions were put in place. The system was changed from one in which the Government held a certain amount of interest-free balances with directly clearing members of the CPA as compensation for cheque clearing and other banking services, to one in which specific charges are levied for individual banking services. Under this fee-for-service system, the Government earns a basic rate of interest on all its demand balances, which are allocated to eligible institutions by formula, and places its remaining balances through competitive tender. The Government is thereby in a position to earn a higher rate of interest on that portion of its balances that it determines is surplus to its needs for short periods of time. The first auction was held on April 1, 1986, and auctions are now held on a routine basis, usually once a week, depending upon the availability of surplus funds. Terms have ranged from three days to 28 days but are typically seven days, and tender amounts have varied from $200 million to $2.4 billion. The size, term and frequency of these auctions are decided by the Government with the Bank's advice, and all directly clearing members of the CPA are eligible to bid.

The revisions to the Government's banking arrangements were followed by a change in the way the Bank carries out the final settlement of the daily clearings, a change that has substantially increased the efficiency of the payments system. On July 16, 1986 the Bank, in response to a request from the CPA, instituted a procedure to eliminate the effect of the normal one-day lag in the settlement of the daily clearing of cheques and other payment items among banks and other deposit-taking institutions. With this system the daily clearing results are entered on the books of the Bank of Canada so as to ensure that the dating of settlements coincides with the date of exchange of clearing items. With this change it is no longer necessary for financial institutions to monitor and analyze the patterns of receipts and disbursements of clients in an effort to estimate and charge for the average cost associated with payment items in transit ("float") before they are settled. Similarly, it is no longer necessary for the major clients of the financial institutions to devote resources to adjusting the timing or routing of payments to minimize float charges.

Debt Management

As fiscal agent for the Government, the Bank of Canada manages Government of Canada borrowing operations in domestic markets and assists with borrowings in foreign markets. In 1986 the Government's net domestic borrowing totalled about $17 billion, over $12 billion less than the amount borrowed in 1985. The amount raised from the general public, not including the banks, fell from $30.6 billion in 1985 to $11.6 billion last year.

Contributing to this substantial reduction in borrowing were a decline of about $8 billion in the Government of Canada's financing requirements and a rundown in Government cash balances of $2.3 billion. In addition, foreign exchange transactions over the year generated $2.3 billion in Canadian funds.

This reduced borrowing requirement allowed somewhat more scope to pursue a debt management policy of limiting the portion of financing done through longer-term borrowing at fixed rates and lessening the reliance on Canada Savings Bonds. The average term to maturity of Canada's domestic marketable debt, comprising all unmatured issues of marketable bonds and treasury bills, declined from five years six months to five years one month in 1986. This was a result of the reduction in new bond issues with maturities of ten years or longer and an increased proportion of borrowing through treasury bills.

Although the increase in the value of marketable Government of Canada bonds outstanding was less than in the previous year, there were 19 new issues in both 1985 and 1986. These issues raised $11.3 billion on a net basis after allowing for the redemption of about $3 billion of maturing bonds. Almost two thirds of the new bonds issued were for terms to maturity of less than ten years. This relatively high percentage of shorter-term borrowing was accompanied by a greater use of the auction technique to market new issues with terms in the two- to five-year area. The now well-established program of quarterly auctions of two-year bonds raised net new funds of $675 million while $2 billion was raised through four additional auctions of short- and mid-term bonds. In 1985 net financing through marketable Canada bonds amounted to $13.4 billion. Details of the 1986 marketable debt program are provided in Appendix Table V.

Treasury bills outstanding at year-end were $69.7 billion, an increase of $10.3 billion over the year and $20 billion since 1984. The market for treasury bills has become a very flexible and major source of funds for the Government. While in most weeks there was an increase in the amount of bills auctioned through the regular three- and six-month issues and bi-weekly one-year issues, the magnitude of these increases and the size of the gross issues themselves have varied widely depending on the Government's current needs. For example, around the beginning of 1986 when Government balances were high due to the large Canada Savings Bond campaign, the amount of treasury bills outstanding was reduced by as much as $950 million a week and by almost $6 billion over the two-month period from December 1985 to February 1986. The borrowing program was then increased to provide a net source of funds to replace balances lost through large Canada Savings Bond redemptions, and by mid-February the net weekly increment was $800 million. The aggressive use of the treasury bill program has meant that the Government is now able to maintain lower cash balances and lower financing costs.

As in past years the Government also offered special short-term cash management bills in October and early November to build up balances for and during the first week in November. This is the period when there are large outflows of funds related to interest payments and redemptions of Canada Savings Bonds, while receipts from the sale of the new issue are typically not received until after the end of the sales

period. This mismatch of cash flows has become quite large as a result of the large increase in the amount of Canada Savings Bonds maturing in recent years. In 1986 there were three $750 million and one $500 million special cash management bill issues compared with three $500 million issues in 1985.

The amount of Canada Savings Bonds outstanding reached an all-time high of over $50 billion after the 1985 sales campaign. In the beginning of 1986 there was a flurry of early encashments of the 1985 series and the pace of redemptions picked up markedly in February as the rate of interest paid on competing instruments became more attractive. On February 17, 1986 the Government announced that the rate of interest on all series of Canada Savings Bonds currently paying less than 10 per cent would be raised to 10 per cent for the four-month period March 1 to June 30, 1986. After this adjustment the rate of redemptions dropped off significantly and by July competitive rate pressures had eased sufficiently so that redemptions were not abnormally large in the July to October period.

The 1986–87 Series of Canada Savings Bonds, the forty-first issue, provides for a rate of 7¾ per cent for the first year beginning November 1, 1986 and a minimum rate of 5¾ per cent for the remaining six years to maturity. Total sales for the campaign amounted to $9.2 billion including about $1.8 billion sold under the Payroll Savings Plan. After allowing for redemptions of the 1977 and 1979 series, which matured, as well as October and November redemptions of other series, net sales amounted to some $5.4 billion. However, Canada Savings Bond redemptions for the January to October period more than exceeded this net total, and for 1986 as a whole the amount of savings bonds outstanding declined by $4.4 billion.

The following table shows changes in Government of Canada Canadian dollar securities outstanding during 1985 and 1986 in total and by major categories of holders.

New foreign borrowing operations over the year consisted of three bond issues in Europe, totalling an equivalent of U.S.$1.9 billion,

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1985 and 1986

Billions of dollars (par value)

	1985	1986
Treasury bills	+ 9.7	+10.3
Marketable bonds	+13.3	+11.3
Canada Savings Bonds	+ 6.2	− 4.4
Total	+29.2	+17.2
Held by:		
Bank of Canada		
Treasury bills	+ 0.5	+ 3.9
Marketable bonds	− 2.0	− 1.3
Total	− 1.5	+ 2.6
Chartered Banks		
Treasury bills	− 0.3	+ 2.5
Marketable bonds	+ 0.3	0.0
Total	0.0	+ 2.5
Government Accounts		
Treasury bills	0.0	− 0.1
Marketable bonds	+ 0.2	+ 0.6
Total	+ 0.2	+ 0.5
General Public		
Treasury bills	+ 9.6	+ 4.0
Marketable bonds	+14.8	+12.0
Canada Savings Bonds	+ 6.2	− 4.4
Total	+30.6	+11.6
Memo:		
Government of Canada Cash Balances	+ 2.3	− 2.3

and a new short-term note program in the United States denominated in U.S. dollars. In addition, drawings were made at times on standby lines with banks. The equivalent of about U.S.$700 million was repaid, including the prepayment of the equivalent of U.S.$380 million in yen loans and a U.S.$300 million bond maturity. Details of these borrowings and bond retirements are shown in Appendix Table V.

Early in the year the Government borrowed actively in external markets as the weaker Canadian dollar resulted in increased use of the

Exchange Fund Account. Two new borrowings were arranged in Europe for delivery in February, and extensive use was made of U.S. dollar standby credit lines with Canadian and international banks. The European borrowings consisted of an 80 billion yen (equivalent to U.S.$415 million) issue of five-year bonds and a U.S.$1 billion issue of ten-year bonds. The fixed rate Euro-yen liability was swapped into a floating-rate U.S. dollar liability. Drawings outstanding under the standby credit facilities totalled U.S.$2,850 million at the end of February. As the Canadian dollar strengthened, these short-term loans were allowed to run off and by the end of July the balance outstanding was nil.

A second Euro-yen borrowing was undertaken in July. The issue consisted of 80 billion yen 5⅝ per cent bonds maturing in seven years. The proceeds were used in part to prepay two yen-syndicated loans originally arranged with Japanese banks and insurance companies in 1979. The balances on these loans, which totalled about 60 billion yen, carried rates of interest of 7.1 per cent and 7.5 per cent. The 20 billion yen liability remaining from the new issue was swapped into floating-rate debt denominated in U.S. dollars.

Modest use of the standby credit facility with the Canadian banks was made in August, but by the end of September these drawings were repaid, and no drawings were undertaken during the last three months of the year.

In early October a short-term note program was launched in the U.S. money market to provide Canada with a low-cost source of short-term U.S. funds on an ongoing basis. Under this program, administered by the Bank on behalf of the Government, Canada issues obligations in the United States known as "Canada Bills", which have a term to maturity of not more than 270 days. At year-end the amount of Canada Bills outstanding was U.S.$934 million.

Renegotiation of the standby credit agreement with U.S. and other foreign international banks was completed in November. The amendments include a lower commitment fee, lower costs of borrowing and an extension of the maturity date of the facility to 1994.

Foreign Exchange Operations

During the first quarter of 1986 the Canadian dollar was under considerable downward pressure. It touched a record low of U.S.$0.6913 on February 4. This decline was largely reversed over the next few days by forceful intervention in both the foreign exchange market and the domestic securities market. These actions were supported by the announcement by the Minister of Finance that the Canadian government would undertake further borrowings abroad to bolster exchange reserves. Another sizable decline in the value of the dollar occurred at the end of February and continued into early March, but the dollar again recovered rapidly. In subsequent quarters the Canadian dollar traded in a relatively narrow range centred just above U.S.$0.72. Over the year as a whole the Canadian dollar rose by 1.3 per cent against the U.S. dollar, while on a trade-weighted basis against the major currencies it fell by 2.0 per cent.

In early 1987 the Canadian dollar rose strongly against the U.S. dollar and was trading above U.S.$0.7450 at the end of January. On a trade-weighted basis the increase was less, given the further decline of both the Canadian and U.S. dollars against overseas currencies.

Foreign exchange market operations by the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, continued to be oriented towards promoting orderly market conditions by dampening excessive movements in the exchange rate. In the circumstances, there were significant purchases and sales of foreign exchange for stabilization purposes. Largely reflecting the dollar's pronounced weakness early in the year, official sales of foreign exchange in 1986 exceeded official purchases.

Canada's holdings of foreign exchange reserves were supplemented as needed by drawings on Canada's standby credit facilities with both Canadian and foreign banks. These facilities, along with net longer-term external borrowings of the equivalent of almost U.S.$1.2 billion, were used to replenish the Exchange Fund Account during 1986. More recently the issuance of Canada Bills, obligations denominated in U.S. dollars, has provided Canada with an additional source of short-term funds. As in previous years, other changes in the composition of reserves reflected transactions in SDRs with the IMF and other IMF members and modest sales of gold from the Account for U.S. dollars.

Canada's holdings of official international reserves were the equivalent of U.S.$3,275.6 million at the end of 1985 and U.S.$4,095.6 million at the end of 1986.

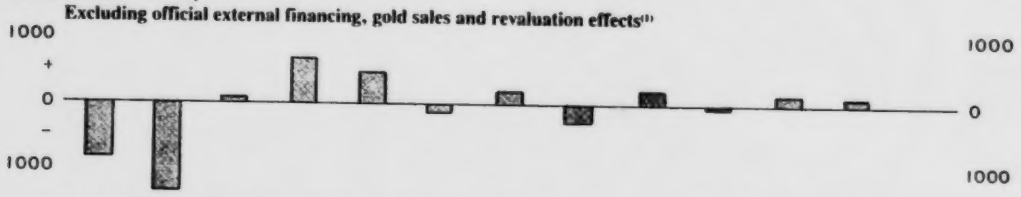
Exchange Rate

Spot closing rates, daily

Changes in Official Reserves

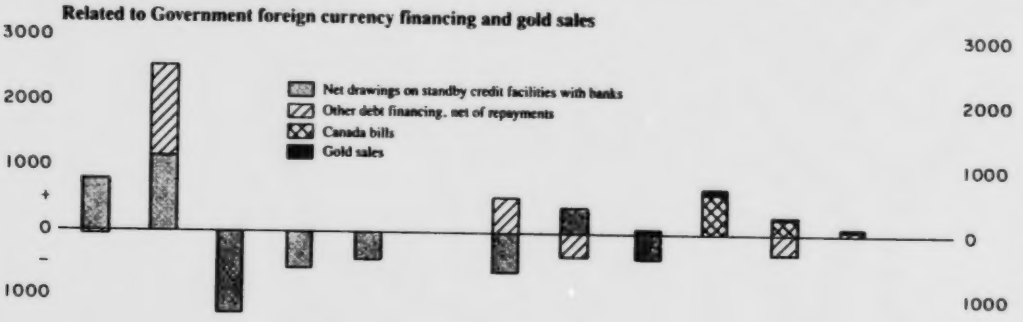
Millions of U.S. dollars, monthly

Excluding official external financing, gold sales and revaluation effects[1]

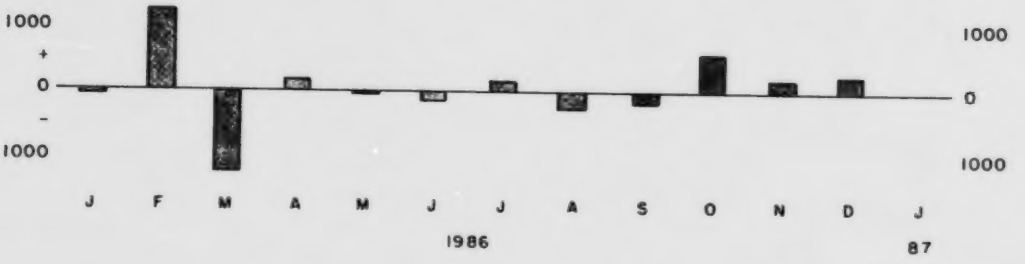


[1] The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.

Related to Government foreign currency financing and gold sales



Total net change



Last date plotted: exchange rate January 30, 1987
official reserves December 1986

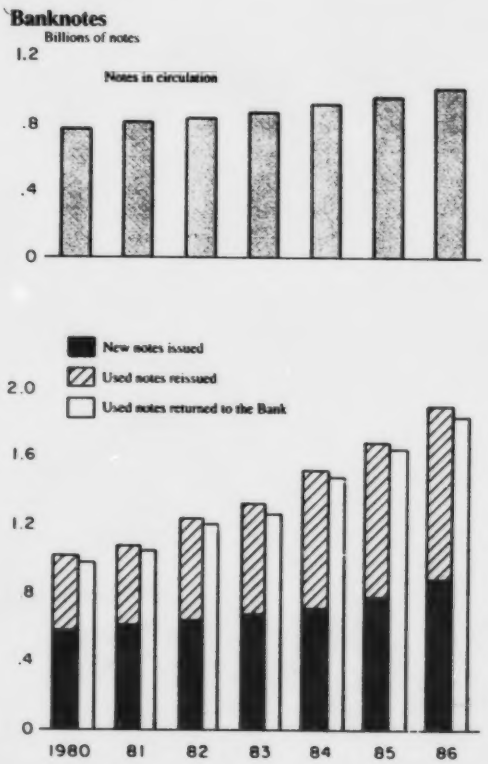
In addition to the activities discussed in previous sections of this Report, the Bank has a number of operational responsibilities that involve the processing of large volumes of material and data. In particular, the Bank is responsible for the issue of banknotes and acts as fiscal agent for the Government of Canada in servicing its debt. Notwithstanding an increasing reliance on automated processing systems to support an expanding workload, about one half of the Bank's staff is directly involved in carrying out these functions.

The Bank also provides banking services to the Government and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and international institutions. As well, the Bank is the custodian of unclaimed balances originally deposited with chartered banks and transferred to the Bank after these accounts have been inactive for ten years.

Note Issue

Banknotes are issued by the Bank through financial institutions to meet the public's demand for additional notes and to replace used notes that are no longer suitable for circulation. Notes issued comprise new notes and reissues of used notes still fit for circulation that have been returned to the Bank by institutions with surplus holdings.

The number of banknotes in circulation has been rising by about 5 per cent a year in recent years, but the volume of banknotes processed by the Bank of Canada has been increasing much more rapidly. For example, the number of notes issued increased in total by over 10 per cent in both 1985 and 1986, with similar increases in the number of used notes returned to the Bank by financial institutions. This high turnover of notes between financial institutions and the Bank has resulted in part from the expanding number of automatic banking machines, over 4,000 of which are in use in Canada. As in other countries, easier access to banknotes appears to have prompted the public to rely more heavily on cash as a means of payment. This has led to a greater demand for banknotes from the Bank of Canada by financial institutions to stock their automatic



banking machines and to a higher volume of notes returned to the Bank by institutions that receive more notes deposited by their customers than they require. An upgrading of the quality of notes for use in automatic banking machines has also increased the turnover of notes, with more used notes being withdrawn from circulation and more new notes being issued by the Bank.

To cope with the increased processing requirements for used banknotes and to maintain standards for the quality of used notes reissued, the Bank has a program underway to equip its Agencies with high-speed note-handling equipment that counts, authenticates and verifies denominations of used notes and sorts those to be reissued and those to be destroyed. By the end of 1986 such equipment had been installed in all but one of the Bank's nine Agencies.

During 1986 the Bank introduced the first two denominations of a new series of banknotes. The new $5 note was made available to main offices of chartered banks and other financial institutions from the Bank's Agencies on April 28 and the new $2 note was made available on September 2. By the end of 1986, 105 million new-series $5 notes had been issued, comprising three quarters of the total number of new $5 notes issued during the year, and 44 million new-series $2 notes had been issued, over one third of the total.

Other denominations of the new series of notes will follow over a number of years. The new series incorporates additional security features against counterfeiting, changes to facilitate more efficient use of the high-speed note-handling machines and features to assist the blind and visually impaired to distinguish among denominations of notes.

The Bank will not redesign the $1 note as part of the new series. This decision was taken following the Government of Canada's announcement that a new $1 circulating coin will be introduced in mid-1987. The Bank plans to cease issuing the $1 note in 1989. However, it should be emphasized that all Bank of Canada notes remain legal tender for their full face value even when they are no longer in general circulation.

Debt Service

The number of certificates issued for Government of Canada bonds and treasury bills declined in 1986, owing primarily to a substantially smaller Canada Savings Bond campaign compared with the previous year. However, the number of certificates redeemed continued to increase, as did the number of interest payments made directly by the Bank to holders of outstanding Government debt.

Canada Savings Bonds comprise over 80 per cent of the total number of certificates processed in connection with new issues and redemptions of Government of Canada securities and an equally high percentage of interest payments to holders of outstanding debt. As a result of the autumn sales campaign and November maturities, the work related to Canada Savings Bonds is subject to an annual peak that the Bank meets with temporary staff.

In 1986, in addition to its usual notifications to holders of maturing regular-interest Canada Savings Bonds and fully registered marketable Government bonds, the Bank also sent notices to the 68,000 remaining holders of matured compound-interest Canada Savings Bonds advising them that their bonds had ceased to bear interest and should be redeemed. This change led to a substantial increase in the number of inquiries from the public regarding matured bonds and in the number of replacements of missing bonds.

Unclaimed Bank Balances

The Bank processed 5,600 inquiries concerning unclaimed bank balances in 1986, an increase of 15 per cent following increases of over 30 per cent in each of the previous two years. In late 1983, to facilitate recovery of unclaimed balances by their owners, copies of the central records of all accounts held by the Bank were placed in each Agency. These records are updated annually and are directly accessible to the public without charge. In 1986 payments were made in respect of 2,500 claims, an increase of some 50 per cent from the previous year.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Advances to CPA members	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
						Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1986									
January	− 212	+ 88	− 236	− 3	−1,820	+1,387	+173	− 112	+10
February	−1,346	+ 201	+ 173	−234	− 31	− 849	−239	− 66	−21
March	+ 161	− 262	+1,822	−126	+ 340	− 94	− 99	+1,472	−26
April	−1,325	+ 295	− 367	+380	+ 138	+ 99	+301	−1,592	+36
May	+1,422	− 281	− 381	+252	+ 222	+ 328	− 28	+ 497	− 7
June	− 274	+ 71	− 19	−110	+ 740	− 356	−187	− 502	−28
July	+ 901	− 86	− 409	−198	− 67	+ 51	− 34	+ 265	− 9
August	− 411	+ 82	+ 93	− 8	+ 113	− 86	− 80	− 261	+70
September	+1,429	− 80	+ 71	− 46	− 156	+ 402	+ 21	+1,137	−31
October	+ 743	− 8	− 766	−165	− 72	− 594	− 1	+ 483	−12
November	+1,112	− 10	−1,607	+109	+ 211	+ 304	− 29	− 946	+64
December	+ 344	+1,049	− 974	+393	+1,621	− 349	+237	− 640	−57
Annual change	+2,544	+1,060	−2,601	+243	+1,239	+ 245	+ 36	− 265	− 9

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves and Clearing Balances of Other Directly Clearing Members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1986					
January	1–15	5,977	2,909	3,068	3,103
	16–31				3,149
February	1–15	5,834	3,288	2,545	2,612
	16–28				2,595
March	1–15	5,288	2,796	2,492	2,555
	16–31				2,612
April	1–15	5,374	2,751	2,624	2,700
	16–30				2,734
May	1–15	5,359	2,819	2,540	2,578
	16–31				2,601
June	1–15	5,355	2,887	2,468	2,504
	16–30				2,508
July	1–15	5,352	2,970	2,382	2,392
	16–31				2,413
August	1–15	5,436	3,034	2,403	2,435
	16–31				2,456
September	1–15	5,352	3,057	2,294	2,315
	16–30				2,332
October	1–15	5,367	3,098	2,268	2,291
	16–31				2,369
November	1–15	5,380	3,024	2,356	2,429
	16–30				2,416
December	1–15	5,479	3,135	2,344	2,403
	16–31				2,434

Chartered bank cash reserves			Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association	
Sum of reservable day weights in period	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
15	526	.024	125	22
16	1,291	.056		
14	936	.047	106	20
14	690	.034		
14	891	.046	125	20
17	2,048	.087		
15	1,147	.055	146	22
15	1,654	.079		
15	566	.027	124	21
15	916	.044		
14	499	.026	102	21
17	688	.029		
15	151	.007	104	22
16	492	.022		
17	549	.023	94	21
15	804	.038		
14	289	.015	90	21
15	558	.027		
15	335	.016	81	22
18	1,820	.072		
14	1,026	.053	92	19
14	842	.043		
15	894	.042	124	21
17	1,538	.064		

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Advances to Members of the Canadian Payments Association and PRA Outstanding

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Purchase and Resale Agreements		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[2]
1986							
January	1–15	10	4,053.8	5	112.9	7	15.4
	16–31	12	3,847.6	8	186.7		
February	1–15	10	3,970.9	8	303.9	9	15.7
	16–28	10	3,843.6	10	494.6		
March	1–15	10	4,457.4	10	556.3	10	29.3
	16–31	10	4,657.8	10	572.4		
April	1–15	11	4,845.9	11	536.8	7	23.7
	16–30	11	4,838.5	6	371.8		
May	1–15	11	4,733.2	3	26.0	8	16.0
	16–31	10	4,568.2	7	173.7		
June	1–15	10	4,355.4	2	21.0	10	15.6
	16–30	11	4,251.1	2	12.2		
July	1–15	10	4,168.9	7	145.0	7	15.2
	16–31	12	4,031.8	8	104.1		
August	1–15	11	3,928.1	1	0.6	11	17.6
	16–31	10	3,796.2	–	–		
September	1–15	10	3,839.7	2	24.0	10	20.4
	16–30	11	3,852.3	2	73.9		
October	1–15	10	3,661.6	4	61.5	6	7.9
	16–31	12	3,379.7	1	47.5		
November	1–15	9	2,971.2	1	11.7	9	36.7
	16–30	10	1,923.0	3	65.5		
December	1–15	11	1,071.6	8	249.8	9	13.8
	16–31	10	832.3	6	104.5		

[1] Advances to chartered banks and Purchase and Resale Agreements summed and divided by number of reservable days in the averaging period

[2] Advances to non-bank members of the Canadian Payments Association summed and divided by number of clearing days in the month

APPENDIX TABLE IV

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (−) investment dealers and banks							
	Treasury bills	Bonds				Bankers' acceptances	Total of bills, bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
		3 years and under	3–5 years	5–10 years	Over 10 years			
1986								
January	− 227.0	−	−	−	−185.0	−	− 412.0	+105.2
February	− 2,802.0	− 50.0	−285.0	−105.0	−405.0	−	− 3,647.0	+537.2
March	− 1,226.0	− 65.0	− 30.5	− 89.0	−190.0	−	− 1,600.5	− 19.3
April	− 2,375.0	−	−	−185.0	−200.0	−	− 2,760.0	−699.8
May	− 1,777.0	−	−	−	−	−	− 1,777.0	+283.0
June	− 1,100.0	−	−	−	−	−	− 1,100.0	−283.0
July	− 140.0	−	−	−	− 14.0	−	− 154.0	+ 74.3
August	− 505.0	−	−	−	−	−	− 505.0	− 74.3
September	− 35.0	−	−	−	−	−	− 35.0	+648.8
October	−	−	− 5.9	−	−	−	− 5.9	− 78.8
November	− 235.0	−	−	−	−	−	− 235.0	−155.4
December	−	− 0.2	−	+ 0.2	−	−	−	−414.6
Total	−10,422.0	−115.2	−321.4	−378.8	−994.0	−	−12,231.4	− 76.7

(Continued)

APPENDIX TABLE IV (Continued)

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (−) government accounts and client accounts		Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
Bills	Bonds	Bills	Bonds				
+ 455.8	–	− 350.1	+ 1.3	− 31.1	− 168.7	–	− 199.8
+ 1,950.7	+ 85.0	− 279.5	–	− 621.1	− 732.5	–	− 1,353.6
+ 1,889.1	− 87.3	− 22.3	+ 7.5	+ 657.0	− 489.8	–	+ 167.2
+ 2,435.5	+ 200.0	− 528.8	+ 1.5	− 1,161.1	− 190.5	–	− 1,351.6
+ 3,145.9	+ 75.0	− 268.6	+ 1.3	+ 1,383.3	+ 76.3	–	+ 1,459.6
+ 1,364.5	–	− 287.3	+ 10.4	− 305.8	+ 10.4	–	− 295.4
+ 1,112.9	+ 150.0	− 287.7	–	+ 759.5	+ 136.0	–	+ 895.5
+ 340.4	+ 5.0	− 181.1	+ 1.0	− 420.0	+ 6.0	–	− 414.0
+ 963.9	+ 75.0	− 197.8	+ 4.3	+ 1,363.8	+ 95.4	–	+ 1,459.2
+ 824.2	− 49.7	+ 88.2	–	+ 849.7	− 71.7	–	+ 778.0
+ 1,438.9	–	+ 94.6	–	+ 1,143.1	–	–	+ 1,143.1
+ 948.1	+ 37.9	− 244.0	+ 0.3	+ 289.5	+ 38.2	–	+ 327.7
+ 16,869.9	+ 490.9	− 2,464.4	+ 27.6	+ 3,906.8	− 1,290.9	–	+ 2,615.9

APPENDIX TABLE V

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities: New Issues and Retirements

Date in 1986		Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
					Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed						
Feb.	1	12½% Feb. 1, 1986				6[1]
Feb.	6	9¼% Dec. 15, 1988	2 yrs. 10 mos. 9 days	9.82	175[2]	
		9¼% May 1, 1991	5 yrs. 2 mos. 23 days	9.92	300	
		10¼% Mar. 1, 1996	10 yrs. 23 days	10.24	350	
					825	
Feb.	26	10% Feb. 26, 1990	4 yrs.	10.12	500	
Mar.	6	10½% Mar. 6, 1986				350[3]
		9¼% Mar. 6, 1988	2 yrs.	9.98	550	
Mar.	15	10% Mar. 15, 1986				625[4]
		9¼% Dec. 15, 1988	2 yrs. 9 mos.	9.92	175[5]	
		9¼% May 1, 1991	5 yrs. 1 mo. 17 days	9.71	325[6]	
		9¼% Mar. 1, 2010	23 yrs. 11 mos. 17 days	9.77	325	
					825	
Apr.	10					173[7]
		9¼% Apr. 15, 1989	3 yrs. 5 days	9.24	125[8]	
		9¼% Mar. 1, 1991	4 yrs. 10 mos. 21 days	9.18	175[9]	
		9¼% May 1, 1996	10 yrs. 21 days	9.28	475	
		9½% June 1, 2010	24 yrs. 1 mo. 21 days	9.44	325	
					1,100	
Apr.	28	8½% July 1, 1989	3 yrs. 2 mos. 3 days	8.62	125	
		8½% July 1, 1991	5 yrs. 2 mos. 3 days	8.64	225	
		8¾% June 1, 1996	10 yrs. 1 mo. 3 days	8.82	425	
		8¾% Oct. 1, 2010	24 yrs. 5 mos. 3 days	8.88	325	
					1,100	
May	1	14½% May 1, 1986				9[10]
May	22	8½% July 1, 1989	3 yrs. 1 mo. 10 days	8.30	175[11]	
		8½% July 1, 1991	5 yrs. 1 mo. 10 days	8.52	325[12]	
		8¾% June 1, 1996	10 yrs. 10 days	8.82	400[13]	
					900	
June	1	15¼% June 1, 1986				5[14]
June	6	13% June 6, 1986				375[15]
		8½% June 6, 1988	2 yrs.	8.60	550	
June	12	8½% July 1, 1991	5 yrs. 19 days	8.90	500[16]	
July	1	14¼% July 1, 1986				5[17]
July	3	8½% July 1, 1989	2 yrs. 11 mos. 29 days	8.88	150[18]	
		8½% July 1, 1991	4 yrs. 11 mos. 29 days	8.97	350[19]	
		9% Mar. 1, 2011	24 yrs. 7 mos. 29 days	9.21	325	
					825	

(Continued)

APPENDIX TABLE V (Continued)

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities: New Issues and Retirements

Date in 1986	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars per value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
July 24	8½% July 1, 1989	2 yrs. 11 mos. 8 days	8.59	175[20]	
	8½% July 1, 1991	4 yrs. 11 mos. 8 days	8.65	300[21]	
	8¾% June 1, 1996	9 yrs. 10 mos. 8 days	8.76	350[22]	
				825	
Aug. 11	9% Aug. 1, 1990	3 yrs. 11 mos. 21 days	9.04	500	
Sept. 2	8½% July 1, 1989	2 yrs. 9 mos. 29 days	8.81	100[23]	
	8¾% Dec. 15, 1991	5 yrs. 3 mos. 13 days	8.83	400	
	9% Mar. 1, 2011	24 yrs. 5 mos. 29 days	8.99	325[24]	
				825	
Sept. 5	12¼% Sept. 5, 1986				400[25]
	8¾% Sept. 5, 1988	2 yrs.	8.87	550	
Oct. 1	8% Oct. 1, 1986				410[26]
	18% Oct. 1, 1986				7[27]
	8½% July 1, 1989	2 yrs. 9 mos.	8.90	125[28]	
	8¾% Dec. 15, 1991	5 yrs. 2 mos. 14 days	9.01	400[29]	
	8¾% June 1, 1996	9 yrs. 8 mos.	9.06	375[30]	
				900	
Oct. 23	8½% July 1, 1989	2 yrs. 8 mos. 9 days	9.00	250[31]	
	8¾% Dec. 15, 1991	5 yrs. 1 mo. 23 days	9.02	300[32]	
	9% Mar. 1, 2011	24 yrs. 4 mos. 9 days	9.24	300[33]	
				850	
Nov. 12	8¾% Dec. 15, 1991	5 yrs. 1 mo. 3 days	9.03	500[34]	
Dec. 5	10¾% Dec. 5, 1986				450[35]
	8½% Dec. 5, 1988	2 yrs.	8.73	600	
Dec. 15	10% Dec. 15, 1986				200[36]
	8½% July 1, 1989	2 yrs. 6 mos. 17 days	8.43	75[37]	
	8¾% Feb. 1, 1994	7 yrs. 1 mo. 17 days	8.72	250	
	8¾% June 1, 1996	9 yrs. 5 mos. 17 days	8.76	425[38]	
	9% Mar. 1, 2011	24 yrs. 2 mos. 17 days	8.95	350[39]	
				1,100	
	Total bonds payable in Canadian dollars			14,325[40]	3,014[40]
	Total treasury bills*			178,350	168,050
Issues payable in foreign currencies – direct					
Feb. 20	Yen 80,000 million 6¼% bonds due Feb. 20, 1991	5 yrs.		614[41][42]	
Feb. 27	U.S. $1,000 million 9% bonds due Feb. 27, 1996	10 yrs.		1,410[43]	
Mar. 20					8[44]

Date in 1986	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Apr. 15					1[45]
July 23	Yen 80,000 million 5⅛% bonds due July 23, 1993	7 yrs.		709[41][46]	
Oct. 15					1[45]
Nov. 3	U.S. $300 million 16¼% bonds due Nov. 3, 1986				416[47]
	Total bonds payable in foreign currencies			2,733	426
	Total Canada Bills**			1,528	238

* Includes 10-day, 24-day, 31-day, 38-day, three-month, six-month and one-year treasury bills.

** Canada Bills are short-term U.S.-dollar-denominated notes issued for terms not exceeding 270 days.

(1) Maturity of 12½% bonds issued Feb. 1, 1981

(2) In addition to $125 million of 9¾% bonds due Dec. 15, 1988 already outstanding

(3) Maturity of 10½% bonds issued Mar. 6, 1984

(4) Maturity of 10% bonds issued Feb. 22, 1983, Mar. 15, 1983, Apr. 27, 1983, Oct. 15, 1983, Nov. 8, 1983

(5) In addition to $300 million of 9¾% bonds due Dec. 15, 1988 already outstanding

(6) In addition to $300 million of 9¾% bonds due May 1, 1991 already outstanding

(7) Cancellation of $22.5 million of 9½% Oct. 1, 2003 bonds, $19.1 million of 10% Oct. 1, 1995 bonds, $18.1 million of 9% Oct. 15, 1999 bonds, $29.3 million of 9½% June 15, 1994 bonds, $30.0 million of 9¼% May 15, 1997 bonds, $7.5 million of 8¾% Feb. 1, 2002 bonds, $32.5 million of 9½% Oct. 1, 2001 bonds, and $12.5 million of 9¾% Dec. 15, 2000 bonds

(8) In addition to $150 million of 9¼% bonds due Apr. 15, 1989 already outstanding

(9) In addition to $375 million of 9¼% bonds due Mar. 1, 1991 already outstanding

(10) Maturity of 14½% bonds issued May 1, 1981

(11) In addition to $125 million of 8½% bonds due July 1, 1989 already outstanding

(12) In addition to $225 million of 8½% bonds due July 1, 1991 already outstanding

(13) In addition to $425 million of 8¾% bonds due June 1, 1996 already outstanding

(14) Maturity of 15¼% bonds issued June 1, 1981, July 31, 1981

(15) Maturity of 13% bonds issued June 6, 1984

(16) In addition to $550 million of 8½% bonds due July 1, 1991 already outstanding

(17) Maturity of 14¾% bonds issued July 1, 1981

(18) In addition to $300 million of 8½% bonds due July 1, 1989 already outstanding

(19) In addition to $1,050 million of 8½% bonds due July 1, 1991 already outstanding

(20) In addition to $450 million of 8½% bonds due July 1, 1989 already outstanding

(21) In addition to $1,400 million of 8½% bonds due July 1, 1991 already outstanding

(22) In addition to $825 million of 8¾% bonds due June 1, 1996 already outstanding

(23) In addition to $625 million of 8½% bonds due July 1, 1989 already outstanding

(24) In addition to $325 million of 9% bonds due Mar. 1, 2011 already outstanding

(25) Maturity of 12¼% bonds issued Sept. 5, 1984

(26) Maturity of 8% bonds issued Apr. 1, 1977

(27) Maturity of 18% bonds issued Oct. 15, 1981

(28) In addition to $725 million of 8½% bonds due July 1, 1989 already outstanding

(Continued)

APPENDIX TABLE V (Continued)

---

(29) In addition to $400 million of 8¼% bonds due Dec. 15, 1991 already outstanding
(30) In addition to $1,175 million of 8¼% bonds due June 1, 1996 already outstanding
(31) In addition to $850 million of 8½% bonds due July 1, 1989 already outstanding
(32) In addition to $800 million of 8¼% bonds due Dec. 15, 1991 already outstanding
(33) In addition to $650 million of 9% bonds due Mar. 1, 2011 already outstanding
(34) In addition to $1,100 million of 8¼% bonds due Dec. 15, 1991 already outstanding
(35) Maturity of 10¼% bonds issued Dec. 5, 1984
(36) Maturity of 10% bonds issued Dec. 15, 1983, Feb. 1, 1984
(37) In addition to $1,100 million of 8½% bonds due July 1, 1989 already outstanding
(38) In addition to $1,550 million of 8¼% bonds due June 1, 1996 already outstanding
(39) In addition to $950 million of 9% bonds due Mar. 1, 2011 already outstanding
(40) Excludes CNR bonds
(41) Issued in the Euro-Yen market
(42) Swapped into a variable rate U.S. dollar liability based on 6-month LIBOR minus about 55 basis points.
(43) Issued in the Euro-U.S. market
(44) Cancellation of SFr 12.0 million of 3⅛% Mar. 20, 1989 bonds
(45) Partial redemption at par of U.S. $0.8 million 5% issue due Oct. 15, 1987 for sinking fund
(46) Yen 20,000 million was swapped into a variable rate U.S. dollar liability based on 6-month LIBOR minus about 54 basis points.
(47) Maturity of U.S. $300 million 16¼% bonds issued Nov. 3, 1981

BANK OF CANADA Statement of Revenue and Expense

Year Ended December 31, 1986
(with comparative figures for 1985)

	1986	1985
	(thousands of dollars)	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources net of interest paid on deposits of $6,601 ($4,552 in 1985)	$2,092,189	$2,027,447
EXPENSE		
Salaries[1]	$ 62,234	$ 57,018
Contributions to pension and insurance funds[2]	7,040	8,073
Other staff expenses[3]	1,411	1,564
Directors' fees	109	70
Auditors' fees and expenses	740	380
Taxes – municipal and business	8,161	7,496
Banknote costs	32,561	33,007
Data processing and computer costs	5,745	5,142
Premises maintenance – net of rental income[4]	14,805	12,585
Printing of publications	541	459
Other printing and stationery	2,119	1,831
Postage and express	2,158	2,106
Telecommunications	1,574	1,817
Travel and staff transfers	2,009	2,112
Other expenses	2,067	1,770
	143,274	135,430
Depreciation on buildings and equipment	12,449	11,986
	155,723	147,416
NET REVENUE PAYABLE TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	$1,936,466	$1,880,031

(1) Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and [illegible]e work) was 2,289 in 1986 compared with 2,215 in 1985.
(2) Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.
(3) Other staff expenses include retirement allowances and educational training costs.
(4) Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1986
(with comparative figures for 1985)

ASSETS	1986	1985
	(thousands of dollars)	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	$ 314,896	$ 533,581
Other currencies	8,159	35,723
	323,055	569,304
Advances to members of the Canadian Payments Association (note 2)	867,531	3,468,756
Investments — at amortized values (note 3):		
Treasury bills of Canada	7,803,859	3,983,915
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	2,969,430	3,459,594
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	7,437,840	8,223,748
Other investments	1,024,157	2,633
	19,235,286	15,669,890
Bank premises (note 4)	138,472	118,471
Cheques drawn on members of the Canadian Payments Association (note 8)	—	767,344
Accrued interest on investments	323,363	345,224
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net) (note 8)	—	145,771
Other assets	57,008	49,830
	$20,944,715	$21,134,590

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES	1986	1985
	(thousands of dollars)	
Capital paid up (note 5)	$ 5,000	$ 5,000
Rest fund (note 6)	25,000	25,000
Notes in circulation	17,911,360	16,671,992
Deposits:		
Government of Canada	48,647	313,416
Chartered banks	2,446,039	2,201,122
Other members of the Canadian Payments Association	241,211	205,528
Other deposits	159,132	168,238
	2,895,029	2,888,304
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	86,992	371,943
Other	27	27
	87,019	371,970
Bank of Canada cheques outstanding (note 8)	11,351	935,793
Other liabilities (note 7)	9,956	236,531
	$20,944,715	$21,134,590

Governor, G. K. BOUEY

Chief Accountant, J. E. H. CONDER

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1986 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1986 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

ARTHUR ANDERSEN & CO. **ERNST & WHINNEY**

Ottawa, Canada, January 15, 1987.

BANK OF CANADA Notes to the Financial Statements
December 31, 1986

1. Significant Accounting Policies

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a. Revenues and Expenses

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b. Investments

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d. Bank Premises

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

2. Advances to Members of the Canadian Payments Association

Advances as at December 31, 1986 include a total of $790,831,007 ($1,575,555,885 in 1985) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. The liquidators appointed by the courts were also appointed as agents of the Bank of Canada for the purpose of realizing on the loan portfolios held as security against the respective advances.

To ensure the maximum return on the realization of the loan portfolios, the liquidations may extend over several years. On the basis of the information available at December 31, 1986, it is the opinion of the Bank of Canada that its advances will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

3. Investments

Included are securities of the Government of Canada held under Purchase and Resale Agreements (PRA). As at December 31, 1986 there were no securities held under PRA ($75,145,489 in 1985).

4. Bank Premises

	(thousands of dollars) 1986			1985
	Cost	Accumulated depreciation	Net	Net
Land and buildings	$138,572	$53,820	$ 84,752	$ 63,200
Computer equipment	26,436	17,678	8,758	9,721
Other equipment	34,964	20,411	14,553	13,112
	199,972	91,909	108,063	86,033
Projects in progress	30,409		30,409	32,438
	$230,381	$91,909	$138,472	$118,471

5. Capital

The authorized capital of the Bank is $5,000,000 divided into 100,000 shares of the par value of $50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest Fund

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of $25,000,000 in 1955. Subsequently all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Other Liabilities

As at December 31, 1986, all net revenue for 1986 had been paid to the Receiver General for Canada. (In 1985, $230,031,132 was paid subsequent to year-end.)

8. Settlement of Daily Clearing of Cheques and Other Payment Items

In response to a request from the Canadian Payments Association, the Bank of Canada took steps during 1986 to eliminate the effect of the one-day lag in the settlement of the daily clearing of cheques and other payment items among banks and other deposit-taking institutions. This change resulted in the elimination or substantial reduction in payment items in process of settlement, as reflected in the relevant categories in the Statement of Assets and Liabilities. The corresponding figures for 1985 reflect a one-day lag in settlement.

9. Contingent Liabilities

The Bank has agreed with the Bank for International Settlements to participate in an international initiative to provide credit facilities to the International Monetary Fund. The Bank's potential liability under this agreement, which expires in June 1988, is limited to the placing of deposits with the Bank for International Settlements, if required, to finance loans made under the facility. Pursuant to the agreement, the Bank is contingently liable in the amount of SDR 176,407,186 ($297,884,147 at the December 31, 1986 exchange rate).

During 1986 the Bank of Canada also participated in an international initiative to provide short-term credit facilities to the Banco de Mexico through the Bank for International Settlements. Under this arrangement, the Bank's potential liability is limited to the placing of deposits with the Bank for International Settlements in the event that repayments due under the credit facility are not met. As at December 31, 1986, the Bank of Canada's contingent liability on the principal amount outstanding under this arrangement was U.S.$16,356,635 ($22,580,334 at the December 31, 1986 exchange rate); a repayment by the Banco de Mexico on January 5, 1987 reduced the Bank of Canada's potential liability to U.S.$10,160,923 ($13,961,108 at the January 5, 1987 exchange rate).

Board of Directors

G. K. Bouey	OTTAWA Governor *Member of the Executive Committee*
J. W. Crow	OTTAWA Senior Deputy Governor *Member of the Executive Committee*
L. Cholakis	WINNIPEG, MAN.
Gail C.A. Cook	TORONTO, ONT. *Member of the Executive Committee*
E. F. Crease	HALIFAX, N.S. *Member of the Executive Committee*
Y. L. Duhaime	ST-JEAN-DES-PILES, QUE. *Member of the Executive Committee*
B. R. Heidecker	CORONATION, ALTA.
F. E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
H. W. Lane	SASKATOON, SASK.
C. LeBon	VANCOUVER, B.C.
A. A. LeBouthillier	CARAQUET, N.B.
L. M. Little, Q.C.	VANCOUVER, B.C.
J. Morris	VICTORIA, B.C. *Member of the Executive Committee*
M. Woodward	GOOSE BAY, NFLD.

Ex-officio

S. Hartt	OTTAWA Deputy Minister of Finance *Member of the Executive Committee*

Principal Officers

G. K. Bouey, *Governor*
J. W. Crow, *Senior Deputy Governor*

A. Jubinville, *Deputy Governor*
J. N. R. Wilson, *Deputy Governor*
J. Bussières, *Adviser*
F. Faure, *Adviser*
W. R. White, *Adviser*
A. C. Lamb, *Adviser*
J. Clément, *Associate Adviser*

Securities Department
V. O'Regan, *Chief*
N. Close, *Deputy Chief*
I. D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
S. L. Harris, *Securities Adviser*
J. F. Dingle, *Securities Adviser*[3]
L. T. Requard, *Securities Adviser*
P. E. Demerse, *Securities Adviser*
D. R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department
W. P. Jenkins, *Chief*
P. Duguay, *Deputy Chief*
D. E. Rose, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis
D. R. Stephenson, *Chief*
J.-P. Aubry, *Deputy Chief*
J. D. Murray, *Research Adviser*
C. A. Goodlet, *Research Adviser*

International Department
W. E. Alexander, *Chief*
D. J. Longworth, *Deputy Chief*
D. J. Powell, *Research Adviser*

Department of Banking Operations
D. G. M. Bennett, *Chief*
W. R. Melbourn, *Deputy Chief*
G. B. May, *Deputy Chief*
C. A. St. Louis, *Banking Operations Adviser*
C. R. Tousaw, *Agent, Toronto and Banking Operations Adviser*
A. G. Keith, *Agent, Calgary and Regional Financial Representative*

G. G. Thiessen, *Deputy Governor*
W. A. McKay, *Director of Administration*
S. Vachon, *Adviser*[1]
C. Freedman, *Adviser*
T. E. Noël, *Adviser and Secretary*
J. S. Roberts, *Associate Adviser*[2]

Public Debt Department
G. M. Pike, *Chief*

Secretary's Department
T. E. Noël, *Secretary*
R. L. Flett, *Associate Secretary*
H. A. D. Scott, *Special Adviser*
J. M. McCormack, *Program Coordinator, Debt Systems*

Automation Services Department
D. W. MacDonald, *Chief*

Personnel Department
C. J. Stephenson, *Chief*
V. L. Bethell, *Deputy Chief*
P. E. Cloutier, *Personnel Adviser*

Department of Premises Management
R. H. Osborne, *Chief*
K. W. Kaine, *Deputy Chief*

Comptroller's Department
J. E. H. Conder, *Comptroller and Chief Accountant*
J. Cosier, *Deputy Comptroller*
E. W. Chinn, *Senior Adviser and Coordinator, Office of Systems and Methods*

Audit Department
J. M. E. Morin, *Auditor*
M. Muzyka, *Deputy Auditor*

[1] Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
[2] On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association
[3] Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO	D. R. CAMERON, *Chief, Toronto Division*
MONTREAL	J. CLÉMENT, *Chief, Montreal Division*
VANCOUVER	R. C. WHITE, *Representative*

International Department

TORONTO	T. H. WILLIAMS, *Foreign Exchange Representative*
MONTREAL	G. HOOJA, *Foreign Exchange Adviser*

Department of Banking Operations

HALIFAX	R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN, N.B.	K. T. MCGILL, *Agent*
MONTREAL	R. MARCOTTE, *Agent*
	J. G. M. SABOURIN, *Assistant Agent*
OTTAWA	R. DUPONT, *Agent*
TORONTO	C. R. TOUSAW, *Agent and Banking Operations Adviser*
	P. W. CLIFFEN, *Deputy Agent*
	W. H. WATSON, *Assistant Agent*
WINNIPEG	A. H. POTTER, *Agent*
REGINA	G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY	A. G. KEITH, *Agent and Regional Financial Representative*
	C. P. DESAUTELS, *Deputy Agent*
VANCOUVER	G. H. SMITH, *Agent*

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé des comptes pour l'année

1986

CN ISSN 0067-3587

Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Imprimé au Canada

Photographie : Cavouk, Toronto

Gerald K. Bouey, O.C.
Gouverneur de la Banque du Canada
1973–1987

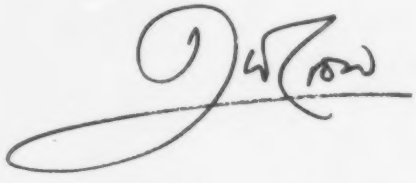
Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 2 février 1987

Le présent Rapport annuel a été achevé le 31 janvier 1987 et signé par Gerald K. Bouey, qui a pris sa retraite comme Gouverneur de la Banque du Canada le même jour.

M. Bouey avait été nommé Gouverneur le 1er février 1973, et son mandat avait été renouvelé en 1980. Au cours des trente-neuf années qu'il a passées à la Banque, en particulier ses deux septennats de Gouverneur, M. Bouey a apporté une contribution exceptionnelle à l'avancement de la Banque sur les plans intellectuel et institutionnel et à la politique économique appliquée au Canada.

Le Gouverneur,



Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 31 janvier 1987

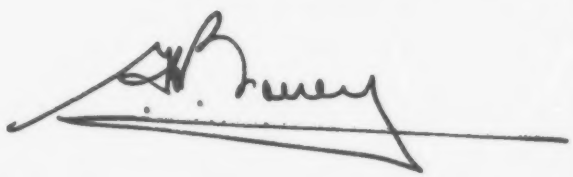
L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre mon rapport pour l'année 1986 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments distingués.

Le Gouverneur,



BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1986

Observations d'ordre général 7

L'évolution de la situation économique et financière
- L'activité économique et l'inflation 15
- L'évolution financière 21
- L'évolution internationale 29

Les opérations de la Banque du Canada
- Les avances et les opérations sur titres 35
- La gestion de la dette publique 39
- Les opérations de change 43
- La monnaie, le service de la dette et les opérations bancaires 45

Tableaux en annexe 49

États financiers 61

Conseil d'administration 66

Principaux cadres 67

Représentants régionaux et Agences 68

Observations d'ordre général

La tenue de l'économie canadienne a été inégale en 1986. Bien que l'économie ait continué de s'améliorer dans l'ensemble du pays, la situation dans les diverses régions a présenté des différences frappantes. Le chômage, qui a pourtant diminué, est resté élevé. L'inflation est demeurée assez faible comparativement à ce que les Canadiens ont connu ces dernières années, mais on ne voit guère de signes indiquant que le pays a continué d'avancer dans la voie de la stabilité des prix.

Les principaux points sombres du tableau économique au Canada et à l'étranger ont été les graves déséquilibres économiques et financiers qui se sont fait jour. Dans bien des cas, ces déséquilibres comportaient une accumulation considérable de divers types de dettes, tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Les tensions qui en ont résulté se sont fait sentir aussi bien dans les échanges internationaux que dans les économies nationales et elles ont eu une incidence considérable sur les balances des paiements et les taux de change. Les effets de ces déséquilibres peuvent sembler récents, mais les causes remontent beaucoup plus loin. La plupart des déséquilibres qui nous préoccupent maintenant sont liés d'une façon ou d'une autre à la forte inflation des années 70 et au mauvais dosage des politiques qui ont été finalement appliquées pour la combattre.

On comprendra donc que je veuille, au début de ce Rapport annuel, qui sera mon dernier, faire une rétrospective de l'expérience canadienne en matière d'inflation. J'aborderai aussi quelques questions connexes. Pourquoi l'inflation a-t-elle éclaté? Pourquoi a-t-il été si difficile de la maîtriser? Pourquoi a-t-elle eu sur notre société ces conséquences pénibles que personne n'avait envisagées? On me permettra de souligner tout de suite qu'enrayer l'inflation n'a jamais constitué pour nous une fin en soi. Notre objectif a toujours été une économie canadienne vigoureuse, dont la tenue permette d'assurer les niveaux les plus élevés possible d'emploi et de production au Canada. Si nous nous préoccupons de l'inflation, c'est en raison du fait que notre appareil économique ne saurait bien fonctionner dans une conjoncture fortement inflationniste.

L'inflation au Canada et son impact sur l'économie canadienne

La vague inflationniste qui a déferlé sur le Canada et sur d'autres pays au début des années 70 était attribuable aux politiques monétaires et budgétaires exagérément expansionnistes pratiquées de façon persistante à travers le monde pendant un certain nombre d'années. J'ai déjà examiné ces phénomènes à d'autres occasions, notamment dans mon Rapport annuel pour 1980. Je me contenterai donc de mentionner ici que ce sont en grande partie la persistance des déséquilibres au chapitre des paiements internationaux et l'effondrement consécutif du régime de taux de change fixes qui semblent avoir amené certains pays, au début des années 70, à donner à leurs politiques une orientation aussi uniformément et résolument expansionniste. À mesure qu'un plus grand nombre de pays adoptaient un régime de taux de change flottants, les autorités étaient encore plus portées à renforcer l'orientation expansionniste de leurs politiques monétaire et budgétaire pour essayer d'assurer à leur pays une croissance économique rapide.

Dans certains cas, on pensait même que le régime de taux de change flottants avait levé les contraintes qu'exerçait la balance des paiements sur l'adoption de politiques plus expansionnistes. Dans d'autres cas, on se préoccupait plutôt d'essayer d'éviter, au moyen d'une accélération de l'expansion monétaire, les conséquences économiques prétendument restrictives d'une appréciation du taux de change. En tout état de cause, on en est venu à créer une situation exagérément expansionniste.

Je sais qu'un grand nombre de personnes s'imaginent que l'escalade des prix de l'énergie qu'ont déclenchée, dans les années 70, les mesures prises par l'OPEP a pu être le principal moteur de la propagation de l'inflation. Mais ces gens ne mettent pas l'accent là où ils devraient. Le vif renchérissement du pétrole – et d'autres matières premières aussi – n'a pas été la cause de l'inflation; il a été plutôt, dans une large mesure, une autre conséquence de la surchauffe économique de cette époque. De plus, les incertitudes créées par la persistance de l'inflation ont affaibli la résistance des marchés aux relèvements ultérieurs des prix du pétrole et de certaines autres formes d'énergie survenus par la suite.

Avec le recul, nous nous rendons compte que nous avons été trop lents, tant au Canada qu'à l'étranger, à réagir aux premières pressions qui se sont exercées sur nos prix au début des années 70, et lorsque ceux-ci se sont emballés, la politique monétaire que nous avons mise en œuvre a eu un impact qui semble maintenant avoir été trop graduel. La politique budgétaire des années 70 n'a pas cherché de manière prioritaire à contenir et à réduire l'inflation, quoique, de 1975 à 1978, le gouvernement ait appliqué une politique de contrôle des prix et des salaires. Dans le climat économique très changeant qui existait alors, la conduite de nos politiques a été compliquée par notre difficulté à déterminer avec une certaine justesse la marge de capacité inutilisée qui existait encore dans l'économie canadienne et le degré de rigueur qu'il fallait imprimer aux politiques pour faire reculer l'inflation. En l'occurrence, il est maintenant évident que les taux d'intérêt pratiqués dans les années 70 étaient trop bas. Ceux qui se sont endettés pendant cette période en misant sur l'inflation ont gagné leur pari. Par contre, ceux qui ont essayé de préparer l'avenir en épargnant et ceux qui ont essayé de vivre de leurs épargnes ont été perdants.

J'ai toujours été convaincu que l'inflation ne pouvait rien engendrer de bon, mais les conséquences de l'inflation que nous avons connue ont en fait été beaucoup plus graves que je ne le craignais. Si les coûts économiques de l'inflation ont été si élevés, c'est en partie parce que celle-ci s'est maintenue très longtemps à de hauts niveaux.

Le fait de composer avec l'inflation ne nous a pas valu un niveau plus élevé d'activité économique et d'emploi. En effet, depuis que l'inflation a éclaté, nous n'avons pas connu de bonnes années au Canada; nous avons vécu en général des années où la croissance de l'investissement et de la productivité a été faible, et le chômage élevé. Le rythme de l'inflation n'est presque jamais stable ni prévisible. Quand les prix grimpent, le sentiment d'incertitude qui entoure la valeur de la monnaie mine le fonctionnement efficace de notre système économique, puisque ce système est fondé sur la monnaie. Dès lors, les agents économiques consacrent beaucoup de temps et d'efforts non plus à des activités économiques utiles, mais à se prémunir contre les hausses de prix. Certains arrivent à se protéger, mais beaucoup n'y parviennent pas; les résultats ne sont jamais équitables.

De plus, l'inflation grave et persistante a engendré toutes sortes de distorsions économiques chez nous comme ailleurs. Par exemple, lorsque les gens ont vu que les cours d'un grand nombre de produits de base avaient grimpé, ils ont jugé que ces cours allaient encore grimper. Ainsi, les entreprises de ce secteur ont été amenées à effectuer d'importants investissements, qui ont contribué en fin de compte à une expansion démesurée de leur production. Comme les taux d'intérêt étaient faibles comparativement aux hausses de prix attendues, les gens ont été portés à contracter de lourdes dettes pour financer de tels investissements ou pour d'autres fins.

À la fin des années 70, un grand nombre d'agents économiques tenaient pour acquis que les taux d'inflation élevés allaient se maintenir. Autrement dit, il s'était enraciné au Canada une mentalité fortement inflationniste,

sur laquelle se greffait le doute que l'inflation soit un jour enrayée. Les marchés de l'immobilier en particulier ont été dominés par la spéculation. Même pendant l'ascension des taux d'intérêt à court terme vers le sommet de plus de 22 % qui a été atteint en 1981, beaucoup d'agents économiques ont continué de s'endetter. Comment envisageaient-ils de supporter des charges en intérêts si élevées si ce n'est en misant sur une forte accélération de l'inflation?

Je crois que nous avons échappé de justesse à une situation inflationniste encore plus explosive. Si nous nous étions engagés dans une expansion monétaire encore plus rapide en satisfaisant la demande croissante de crédit et en permettant de nouvelles baisses du taux de change dans le but d'éviter que les taux d'intérêt atteignent les sommets qu'ils ont connus, l'inflation se serait encore accélérée et, en fin de compte, il aurait été beaucoup plus difficile de la juguler. Déjà, l'inflation s'était tellement enracinée dans l'économie et les déséquilibres avaient pris de telles proportions que la récession de 1981-1982, qui a finalement stoppé la progression de l'inflation au Canada, a été plus rigoureuse que tous les autres ralentissements économiques de l'après-guerre.

De la façon très inégale dont le poids de la lutte contre l'inflation était partagé presque partout, à la fin des années 70 et au début des années 80, le gros de l'effort avait été laissé à la politique monétaire. Devant la persistance d'énormes déficits budgétaires, il a fallu pratiquer des taux d'intérêt pénibles pour combattre efficacement l'inflation. Je ne veux pas laisser entendre par là qu'il n'aurait pas été possible d'avoir des taux d'intérêt un peu moins élevés; à la fin des années 70, il y avait déjà trop longtemps qu'on laissait se répandre l'idée que les taux d'inflation élevés allaient persister pour pouvoir s'en tirer à si bon compte. Néanmoins, il aurait certainement été utile que la plupart des pays appliquent plus tôt et avec plus de constance des politiques budgétaires d'une plus grande rigueur. Les secteurs sensibles aux variations des taux d'intérêt n'auraient pas eu à porter une si grande part du fardeau. Une plus grande rigueur aurait été bénéfique au Canada comme aux États-Unis. Je mentionne les États-Unis parce que les taux d'intérêt à court terme y avaient dépassé les 18 % et que cela devait inévitablement avoir des répercussions considérables sur la situation financière au Canada. En fait, le loyer de l'argent a même dépassé ce niveau au Canada, dans une large mesure parce qu'au chapitre de l'inflation, nos résultats étaient pires qu'aux États-Unis et aussi parce que nos marchés financiers devaient faire face à d'importantes sorties de capitaux attribuables aux politiques conçues pour encourager les Canadiens à se porter acquéreurs d'entreprises étrangères établies au pays, en particulier dans le secteur énergétique.

Dans la conjoncture laissée par l'inflation, certains prix – tels ceux qui sont pratiqués sur les marchés des produits de base et dans les secteurs les plus spéculatifs du marché de l'immobilier – ont chuté. Les entreprises et les particuliers qui s'étaient lourdement endettés en misant sur une escalade continue des prix ont éprouvé d'énormes difficultés à assurer le service de leurs dettes. Un grand nombre d'entreprises n'ont pas survécu, et les institutions financières ont dû essuyer des pertes sur prêts sans précédent. Les efforts déployés tant par les entreprises que par les particuliers pour assainir leur situation financière et réduire leur endettement contribuent grandement à expliquer la gravité de la récession et le rythme relativement modéré de la croissance de la dépense globale pendant la reprise qui a suivi.

Certes, ces problèmes d'endettement ont fortement touché les Canadiens, mais ils ont frappé plus durement encore les pays en développement qui avaient emprunté des sommes importantes à l'étranger dans les années 70 et au début des années 80 pour financer des dépenses intérieures de toutes sortes. Ces pays ont eu de grandes difficultés à assurer le service de leur dette extérieure et ont dû recourir à un rééchelonnement massif de leurs échéances.

Les leçons à tirer de notre expérience de l'inflation

La principale leçon que je tire de notre expérience de l'inflation est que l'inflation cause de telles perturbations dans le fonctionnement de notre économie et ne peut, une fois enracinée, être éliminée qu'à des coûts tellement élevés que

nous nous devons de pratiquer une vigilance de tous les instants pour prévenir toute montée des pressions inflationnistes.

La politique monétaire devrait donc à la longue viser la plus grande stabilité possible des prix. Cela ne veut pas dire que la Banque du Canada ne doit pas se préoccuper de la situation de l'emploi et de la production lorsqu'elle prend des décisions en matière de politique monétaire, mais cela souligne plutôt la nécessité qu'il y a pour elle d'accorder une attention particulière aux pressions qui se font sentir ou qui pourraient s'exercer sur les prix. À cet égard, les agrégats monétaires et les agrégats du crédit peuvent être des indicateurs fort utiles pour la banque centrale, et c'est pourquoi de nombreux pays définissent leurs cibles monétaires en fonction de ces agrégats. Ces derniers temps, les innovations financières ont compliqué l'utilisation des agrégats monétaires mais il est toujours important de suivre d'assez près la croissance de la monnaie et du crédit, ainsi que celle d'autres indicateurs de l'expansion économique exprimés en termes monétaires.

Une autre leçon relative au fonctionnement de la banque centrale que je tire de notre expérience est que la marge de manœuvre de la politique monétaire est beaucoup plus limitée une fois que l'inflation et les anticipations inflationnistes ont pris racine dans l'économie. Aujourd'hui encore, après plusieurs années de ralentissement de l'inflation, le souvenir des années d'inflation reste très vif dans l'esprit des gens. La moindre indication que les dirigeants sont disposés à prendre des risques du côté de l'inflation déclencherait rapidement une forte réaction de la part de ceux qui veulent se prémunir contre les hausses de prix anticipées.

Les limites de cette marge de manœuvre ne sont nulle part plus évidentes que dans la tenue du taux de change. Étant donné que l'inflation a été pendant longtemps plus forte au Canada que dans bien d'autres grands pays, le dollar canadien s'est déprécié considérablement par rapport aux autres monnaies et toutes les pressions qui entraînent une baisse sensible de notre taux de change tendent à faire craindre que la dépréciation se poursuive. Devant les perspectives de pertes en capital résultant d'un tel affaiblissement du taux de change, les investisseurs s'attendent à recevoir, en guise de compensation, un intérêt plus élevé sur leurs placements au Canada. Puisque le problème semble découler du fait que les agents économiques ne sont pas vraiment convaincus que nos politiques financières vont opposer une résistance à l'inflation, toute initiative visant à contrecarrer par un relâchement de la politique monétaire ces pressions sur les taux d'intérêt ne saurait qu'entraîner de nouvelles baisses du taux de change et de nouvelles hausses des taux d'intérêt. De toute évidence, cela serait contraire aux résultats souhaités par ceux qui préconisent l'adoption d'une politique monétaire plus expansionniste. Le seul moyen sûr d'avoir au Canada des taux d'intérêt plus bas et une monnaie plus forte consiste à renforcer la confiance des investisseurs canadiens et étrangers dans notre détermination à rétablir la stabilité des prix.

Je dois avouer que lorsque je considère la baisse qu'a subie le dollar canadien au cours de la dernière décennie, j'ai du mal à comprendre comment il peut encore se trouver des gens qui voient dans la dépréciation du taux de change une solution facile à nos problèmes économiques. Le fait que le dollar canadien soit passé de la parité avec le dollar américain à son niveau actuel de 74,5 cents É.-U. environ nous a-t-il permis d'améliorer d'autant notre compétitivité internationale? Certainement pas. Maintes et maintes fois, nos coûts de production ont augmenté plus rapidement que ceux de nos concurrents étrangers. C'est cela le véritable problème.

La baisse du taux de change exerce toujours des pressions à la hausse sur les prix intérieurs et elle n'est jamais facilement acceptée parce que les augmentations de prix réduisent le pouvoir d'achat des salariés. Si les gens craignent déjà l'inflation, de nouvelles pressions ne feront qu'attiser leurs appréhensions. Ainsi, la dépréciation rend plus difficile et plus pénible le retour à la stabilité des prix. Voilà un fait que la politique monétaire ne saurait négliger.

Une autre leçon qui se dégage, à mon sens, de notre expérience de l'inflation est que les pays devraient s'évertuer à mieux doser leurs politiques. J'ai déjà souligné qu'on n'aurait pas eu besoin de taux d'intérêt aussi élevés si la politique budgétaire s'était préoccupée davantage de combattre l'inflation. De plus, la persistance

d'importants déficits budgétaires dans nombre de pays a limité le mouvement à la baisse des taux d'intérêt en dépit du recul de l'inflation. En d'autres termes, le niveau des taux d'intérêt «réels» (c'est-à-dire compte tenu du taux d'inflation) est demeuré élevé, ce qui a aggravé considérablement les difficultés des administrations, des entreprises et des particuliers qui sont encore aux prises avec le poids des dettes accumulées pendant la période d'inflation.

Étant donné la taille de l'économie américaine, les déficits budgétaires considérables que ce pays a commencé à enregistrer pendant la décennie en cours ont eu des répercussions particulièrement importantes à l'échelle internationale. Les taux d'intérêt élevés que les États-Unis doivent pratiquer pour pouvoir financer leur déficit n'ont pas seulement fait grimper les taux d'intérêt partout dans le monde, mais ils ont contribué également à la hausse brutale du dollar américain par rapport à de nombreuses monnaies. De là la détérioration marquée de la balance commerciale américaine et la montée du protectionnisme, dont on connaît les conséquences dommageables.

La conjoncture internationale en 1986

L'accumulation d'importants déficits tant du côté des finances publiques que de la balance commerciale ne pouvait certainement pas se poursuivre indéfiniment, et le redressement est amorcé. Cependant, ce processus s'est avéré lent et difficile, ce qui a profondément marqué la conjoncture économique internationale en 1986.

Il est vrai que les États-Unis ont fait un premier pas important dans la voie du redressement en prenant des mesures pour réduire le déficit des comptes publics fédéraux. Celles-ci ont contribué à faire baisser encore davantage les taux d'intérêt aux États-Unis et à ramener le cours du dollar É.-U. à des niveaux plus raisonnables. Les taux d'intérêt ont aussi baissé dans les principaux pays d'outre-mer. De plus, la chute des cours du pétrole a contribué à la diminution des coûts et des taux d'intérêt. Ce sont là des éléments bénéfiques à l'ensemble de l'économie mondiale.

Mais il reste que le retour à une croissance équilibrée et durable ne sera pas facile. Jusqu'à présent, certaines des difficultés inhérentes à ce processus ont été plus manifestes que les avantages. La croissance économique ne s'est pas accélérée à l'échelle mondiale en 1986, comme beaucoup l'avaient espéré; au contraire, elle s'est quelque peu ralentie. La forte diminution des dépenses dans les régions productrices d'énergie a contrecarré dans une large mesure les incidences bénéfiques que la baisse des cours de l'énergie et des taux d'intérêt a eues sur la demande globale. Le réalignement des monnaies des pays industriels, qui s'est effectué depuis le printemps de 1985, n'a pas produit aussi rapidement qu'on l'aurait souhaité les effets désirés. En outre, le redressement de la balance commerciale nécessaire pour que les États-Unis puissent poursuivre leur expansion économique ne s'est pas encore clairement manifesté, et l'augmentation de la demande intérieure dans les autres grands pays industriels est encore beaucoup trop faible pour empêcher que l'expansion de l'économie mondiale se poursuive à un rythme lent.

La question de savoir quand les facteurs propices à une accélération de la croissance dans le monde vont de nouveau se faire sentir suscite beaucoup de préoccupations. Même dans le contexte de la baisse des taux d'intérêt, une longue période de faible croissance aggraverait la situation déjà difficile des nombreux pays en développement aux prises avec des problèmes d'endettement. Cette situation comporte de graves dangers à la fois pour ces pays et pour le système financier international. Une croissance lente pourrait aussi renforcer davantage les pressions protectionnistes, en particulier aux États-Unis, mais également en Europe. Certes, de telles pratiques auraient des effets dommageables sur l'économie mondiale en général, mais elles pourraient créer pour le Canada une situation particulièrement difficile. Il y a au monde peu de pays qui dépendent plus que le nôtre du commerce international ou qui sont plus ouverts aux courants venant de l'étranger.

La conjoncture économique au Canada en 1986

Comme je l'ai fait remarquer au début de ces observations, la tenue de l'économie canadienne a été plutôt inégale en 1986. Cela s'explique principalement par la conjoncture interna-

tionale. De fait, étant donné que l'économie fonctionnait toujours en-deçà de ses capacités, que l'accroissement des coûts en main-d'œuvre était encore limité, que les taux d'intérêt avaient baissé et que les entreprises du secteur privé réussissaient de plus en plus à mettre de l'ordre dans leurs bilans, la plupart des facteurs endogènes d'une croissance saine de notre économie étaient réunis.

L'influence de ces facteurs s'est manifestée clairement dans la vigueur dont a fait preuve la région centrale du pays. Certes, les régions de l'Ouest et de l'Atlantique n'ont pas été privées des retombées favorables de ces facteurs, mais elles ont davantage été touchées par la conjoncture internationale difficile. Les effets de la baisse des cours du pétrole ont été considérables et se sont fait sentir rapidement. À mesure que le secteur énergétique réduisait ses dépenses, la confiance s'est effritée dans les milieux d'affaires, et le niveau de l'embauche a faibli. Les Prairies ont fait face à des problèmes similaires par suite de la baisse des cours mondiaux des grains, elle-même liée aux régimes de subvention agricole et aux tensions commerciales entre les États-Unis et la Communauté économique européenne.

Certes, la faiblesse persistante des cours des produits de base sur les marchés mondiaux a frappé en premier lieu et de la façon la plus manifeste les régions autres que la partie centrale du pays, mais elle finira par toucher la plupart des Canadiens. C'est un fait qu'aujourd'hui encore une proportion considérable de ce que nous produisons au Canada et une proportion encore plus grande de ce que nous exportons sont reliées d'une façon ou d'une autre au secteur des ressources naturelles de notre économie. Si les prix de ce que nous vendons à l'étranger baissent, la prospérité de l'ensemble des Canadiens s'en ressentira. C'est une réalité inéluctable, à laquelle nous devons nous adapter.

Devant la croissance assez modérée du crédit et de la dépense globale au Canada, la politique monétaire de la Banque a visé en 1986 à maintenir la tendance à la baisse des taux d'intérêt, et de fait, la tendance du loyer de l'argent est restée à la baisse au Canada, comme ce fut d'ailleurs le cas aux États-Unis. Toutefois, la Banque a dû mener avec beaucoup de prudence l'action entreprise en vue de maintenir l'orientation à la baisse des taux d'intérêt, et ce à cause des problèmes de confiance dans le dollar canadien qui se sont posés pendant presque toute l'année 1986.

Au début de l'année, le dollar canadien a affronté d'intenses pressions spéculatives. Dans les circonstances, nous n'avions en vérité d'autre choix que d'appliquer une politique énergique, et l'écart positif entre les taux d'intérêt canadiens et américains s'est alors considérablement élargi. Toute nouvelle dépréciation importante du dollar canadien aurait risqué de compromettre nos progrès, d'ailleurs assez peu satisfaisants, au chapitre de l'inflation; en outre, si nous n'avions pas essayé de contenir les pressions spéculatives qui s'exerçaient sur notre monnaie, le taux de change aurait encore baissé et les taux d'intérêt seraient restés élevés. Pour autant que nous étions en mesure de l'éviter, nous ne pouvions tout simplement pas accepter un tel état de choses. C'est pourquoi nous avons agi avec autant de vigueur en février dernier. Des ajustements à la baisse lents mais soutenables des taux d'intérêt sont préférables à des variations rapides, qui, en fin de compte, ne sont pas soutenables.

En ce début de 1987, le dollar canadien a fait l'objet d'assez fortes pressions à la hausse sur les marchés de changes et il a dépassé les 74 cents É.-U. À la faveur d'un raffermissement de la confiance dans la valeur future de notre monnaie, les taux d'intérêt canadiens ont baissé, et l'écart entre nos taux et les taux américains s'est rétréci.

Notre détermination à faire obstacle à la dépréciation de notre monnaie par rapport au dollar américain au cours de 1986 a été renforcée par l'importance du recul que ces deux monnaies ont accusé par rapport aux principales devises d'outre-mer durant les quelque deux dernières années. À l'heure actuelle, l'industrie canadienne semble être compétitive sur les marchés internationaux; si nous savons en tirer parti, cette situation devrait stimuler considérablement notre économie. Compte tenu du niveau élevé du chômage dans notre pays, l'accroissement consécutif de la demande devrait être absorbé sans risque

inflationniste excessif. Toutefois, dans certaines branches d'activités et certaines régions importantes, il n'est pas du tout évident que le jeu de la concurrence a réellement sur les prix et les salaires l'influence modératrice nécessaire. En effet, il est préoccupant de constater que le coût de la main-d'œuvre augmente nettement plus vite en Ontario qu'ailleurs à mesure que monte le niveau de l'emploi, même si les statistiques indiquent que le taux de chômage est encore près de 7 % dans cette province. Ces différences conjoncturelles entre les régions ainsi que l'évolution de l'inflation sont traitées dans la section du Rapport consacrée à l'activité économique.

De nouveaux progrès ont été accomplis dans la diminution du déficit des comptes publics fédéraux, conformément au programme à long terme que le ministre des Finances a annoncé dans sa déclaration de novembre 1984. À mesure qu'un plus grand nombre de gens prenaient conscience de ces progrès, l'engagement du gouvernement de persévérer dans la réduction du déficit gagnait en crédibilité. Cela a constitué un appui solide pour le marché des valeurs et le marché des changes et a facilité notre tâche en matière de politique monétaire.

Je me rends bien compte qu'il est difficile de réduire le déficit et je sais que des variations soudaines de la conjoncture peuvent de temps à autre entraver les progrès. Le soutien financier accordé récemment aux secteurs énergétique et agricole est un bon exemple du type de dépenses que l'administration fédérale peut être appelée à intégrer à son budget. Aussi nécessaires que soient de telles initiatives, il est préférable qu'elles s'inscrivent dans un contexte de progrès dans la réalisation du double objectif que constituent la réduction du déficit et le ralentissement de la croissance de la dette.

La confiance dans les institutions financières

Je voudrais maintenant dire un mot d'un autre problème important qui a marqué la scène financière nationale. Les événements de 1986 ont démontré clairement le rôle crucial que la confiance joue dans le secteur financier. La faillite de deux banques de l'Ouest en 1985 a fait planer des doutes sur la solidité d'autres institutions financières. Quelques autres banques n'ont pu par la suite retenir suffisamment de dépôts pour continuer à financer leurs portefeuilles de prêts. En sa qualité de prêteur de dernier recours, la Banque du Canada était là pour fournir les concours nécessaires. Même si la confiance des déposants dans ces institutions n'a pas été rétablie, les concours de trésorerie que la Banque du Canada a fournis à ces banques leur ont donné le temps de chercher d'autres solutions à leurs problèmes. En fin de compte, elles ont toutes été obligées de fusionner avec des partenaires plus solides.

Je regrette beaucoup que ces banques n'aient pu retrouver la confiance du public et continuer d'exister comme institution autonome. Mais ces événements nous ont quand même rappelé certaines vérités fondamentales. La confiance est indispensable au bon fonctionnement des institutions financières; or, elle se perd facilement, et une fois perdue, elle ne se regagne pas aisément. De fait, il est possible que même un soutien très important de la banque centrale n'aide guère en pareil cas à calmer les inquiétudes des déposants. La confiance dans le système de surveillance des banques joue un rôle capital, qu'il s'agisse de restaurer la confiance ou de la maintenir. À ce propos, les constatations de l'enquête sur la faillite de la Banque Commerciale du Canada et de la Norbanque, qu'a menée le Juge Estey, sont importantes. Tout en faisant un certain nombre de recommandations visant à améliorer la surveillance des banques, le Rapport Estey affirme que l'approche générale en matière de surveillance bancaire au Canada est fondamentalement bonne. J'ajouterais que la Commission Estey a estimé que la Banque du Canada s'est acquittée comme il convient de ses responsabilités dans l'affaire des banques de l'Alberta.

Les leçons tirées de la faillite de ces deux petites banques et les répercussions que ces faillites ont eues sur d'autres institutions ont servi de toile de fond aux délibérations qui ont débouché sur l'annonce faite récemment par les autorités fédérales d'un projet de modification du régime de surveillance des institutions financières. Je crois fermement que les modifications proposées contribueront à renforcer le régime de

surveillance et à raffermir la confiance du public dans la stabilité des institutions financières à travers le pays.

Dans cet ordre d'idées, j'aimerais aussi mentionner les changements rapides qui se produisent depuis quelque temps sur toutes les places financières du monde. Les nouveaux instruments financiers et les nouvelles façons de traiter les affaires se sont multipliés et, dans ce milieu très compétitif, les distinctions traditionnelles entre les diverses catégories d'institutions financières s'estompent de plus en plus. Dans un certain nombre de pays, ces changements ont été facilités et encouragés par des modifications apportées aux lois et règlements qui encadrent le fonctionnement des institutions financières et des marchés. Compte tenu de l'ouverture de nos marchés financiers sur le monde, il ne faut pas s'étonner qu'au Canada il s'exerce des pressions en ce sens et que des innovations de ce type soient en train de s'implanter. Aussi, les gouvernements fédéral et provinciaux ont-ils récemment proposé ou promulgué des amendements importants aux textes législatifs et réglementaires. Cette orientation nouvelle peut être bénéfique en ce qui a trait à la qualité, au coût et à la diversité des services offerts aux emprunteurs et aux épargnants, tant au Canada qu'à l'étranger. Mais le défi sera de voir à ce que les nouveaux régimes de réglementation et de surveillance de par le monde continuent à encadrer le secteur financier de manière à lui assurer un fonctionnement sur des bases réglementaires aussi solides et aussi fiables que possible.

* * *

J'ai mis l'accent, dans ces observations, sur les séquelles de l'inflation forte et persistante que nous avons connue et sur les problèmes causés par un dosage peu judicieux des politiques budgétaire et monétaire. Toutefois, je tiens également à souligner que ces problèmes sont un héritage du passé. Le processus de redressement qui permettra à l'économie mondiale de retrouver un meilleur équilibre est en cours. Le retour à une plus grande stabilité des prix et à des taux d'intérêt plus bas dans le monde a fortement amélioré les perspectives d'une croissance économique soutenue. Il est maintenant impérieux de construire sur la base des initiatives prises en 1986 et de susciter de la part des grands pays industriels un engagement plus ferme en faveur de la coopération économique internationale. Nous devons voir à ce que les difficultés qui ne manqueront pas de surgir sur la voie du redressement n'entraînent une recrudescence du protectionnisme et ne viennent refouler les forces vives du progrès économique qui sont maintenant à l'œuvre.

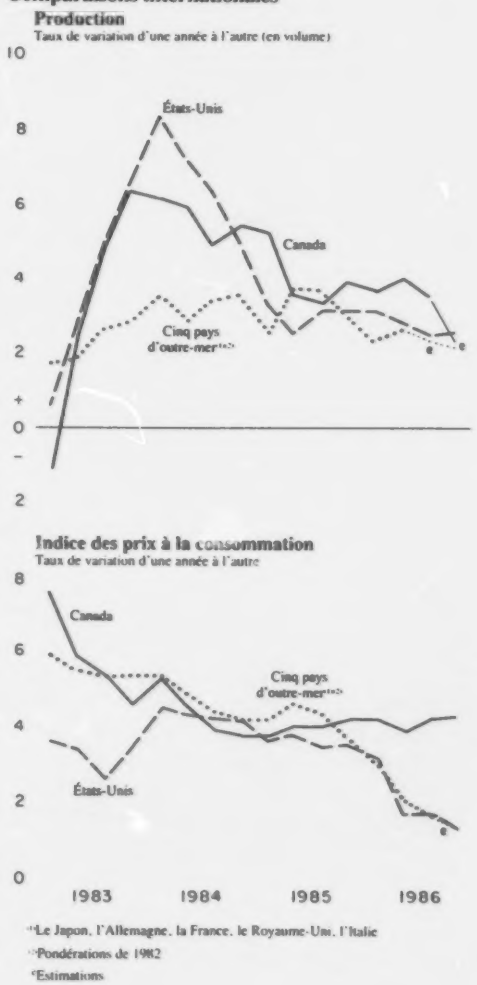
L'évolution de la situation économique et financière

L'activité économique et l'inflation

L'activité économique s'est modérée au Canada en 1986, et le taux de croissance s'est approché davantage de celui des autres pays industrialisés. De nouveaux progrès ont été accomplis dans la réduction du taux global de chômage, mais les résultats ont été très différents d'un secteur à l'autre et d'une région à l'autre du pays. Dans la région centrale, où la poussée des dépenses des ménages et des entreprises a fortement stimulé l'activité économique, la croissance a été assez vigoureuse. Dans les autres régions, en particulier dans les provinces de l'Ouest, l'expansion a été contenue par des événements d'origine étrangère. Les secteurs énergétique et agricole ont été durement touchés par la chute des prix du pétrole brut et des grains. La dégringolade de ces prix a en outre contribué à une détérioration sensible des termes de l'échange du Canada et à un ralentissement de la croissance du revenu national. La demande des produits canadiens à l'étranger s'est modérée également, à cause de la lenteur relative de la croissance dans les pays d'outre-mer et aux États-Unis.

Au chapitre de la réduction de l'inflation, le Canada n'a guère fait de nouveaux progrès en 1986. Cela tient au fait qu'un certain nombre de facteurs – dont certains sont par nature des facteurs temporaires – ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur les prix à la consommation, ce qui a contrecarré les effets bénéfiques de la baisse des prix de l'énergie et de l'augmentation relativement modeste des coûts en main-d'œuvre.

Comparaisons internationales



[1]Le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie
[2]Pondérations de 1982
[e]Estimations

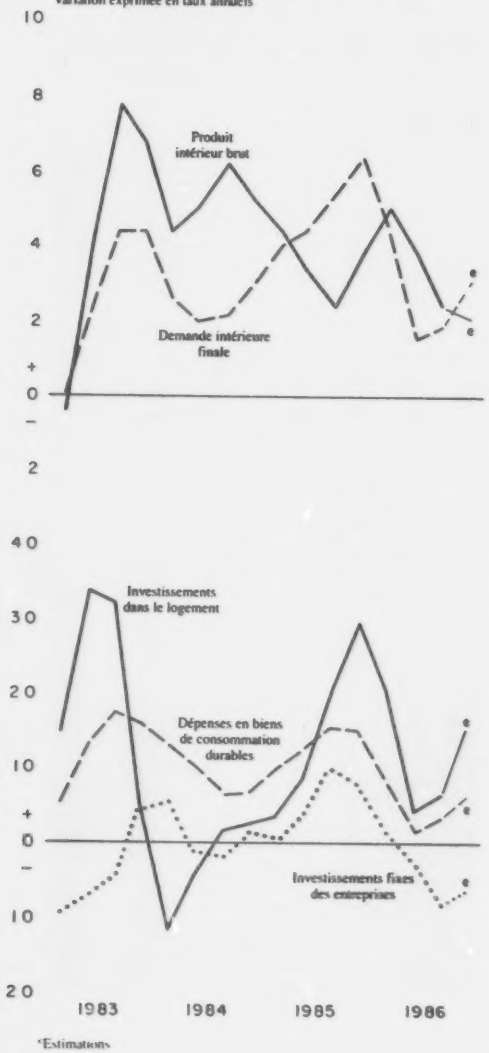
L'activité économique

Du dernier trimestre de 1985 au dernier trimestre de 1986, la dépense totale en dollars courants semble avoir augmenté au Canada d'environ 6 %, soit à un rythme légèrement inférieur à celui de l'année précédente. L'accroissement du volume de la plupart des biens et services produits dans l'ensemble du pays a ralenti en 1986, mais l'ampleur de ce ralentissement a varié considérablement selon les branches d'activité. Les secteurs les plus sensibles à l'évolution de la conjoncture internationale sont ceux qui ont connu la croissance la plus faible.

Le principal stimulant de la croissance est venu de la demande du secteur des ménages. Encouragés par une certaine diminution des taux d'intérêt, par une troisième année d'inflation relativement faible et par une progression régulière

Croissance de la dépense réelle au Canada

Deux derniers trimestres par rapport aux deux trimestres précédents
Variation exprimée en taux annuels



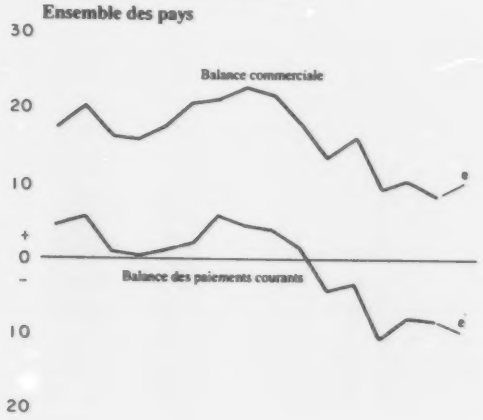
*Estimations

de l'emploi, les particuliers ont réduit leur taux d'épargne, qui est ainsi tombé au plus bas niveau enregistré depuis 1973, et ils se sont endettés davantage. Les dépenses des ménages en biens et en services ainsi que les dépenses consacrées à l'acquisition de maisons neuves ou à la rénovation de maisons existantes ont augmenté fortement, en particulier au second semestre de l'année. Bien qu'un relèvement temporaire du loyer de l'argent ait contribué à affaiblir la croissance de la demande intérieure finale au début de l'année, les niveaux de production se sont maintenus sur l'ensemble de la période à la faveur d'une accélération du rythme d'accumulation des stocks, qui s'est par la suite ralenti lorsque la demande s'est raffermie.

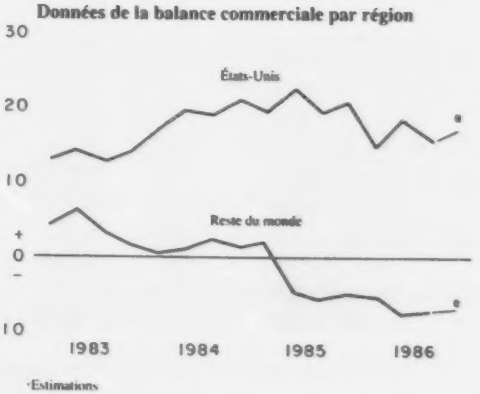
En tant que grand producteur et exportateur net d'énergie et de grains, le Canada a été considérablement touché en 1986 par la dégringolade des cours mondiaux de ces produits. L'envergure des projets d'investissement dans le secteur énergétique, en particulier dans l'exploration et l'exploitation des ressources en pétrole et en gaz naturel, a été considérablement réduite après la chute des cours du brut. Les investisse-

Quelques postes de la balance des paiements courants

Milliards de dollars
Données désaisonnalisées en chiffres annuels



Données de la balance commerciale par région



*Estimations

ments dans le secteur non énergétique ont augmenté par rapport à l'année précédente, mais pas suffisamment pour compenser la baisse des investissements dans le secteur énergétique. Compte tenu de l'incertitude générale qui entourait l'évolution future des prix de l'énergie, les entreprises n'ont pas semblé pressées de réaliser leurs projets d'investissement pour profiter pleinement de la baisse des coûts de l'énergie.

La baisse des prix de l'énergie et des grains a aussi contribué à une détérioration de la balance commerciale. D'autres facteurs ont toutefois également contribué à cet état de choses, puisque le déficit du compte courant s'est élevé à environ 9 milliards de dollars, soit 1¾ % du PIB. L'excédent, en dollars constants, de la balance commerciale a diminué considérablement car la vigueur relative de la demande intérieure au Canada et le rythme modeste de la croissance de la demande étrangère ont contrecarré les effets de la position concurrentielle en général favorable dont jouissait le Canada. L'excédent des échanges commerciaux du Canada avec les États-Unis a ainsi beaucoup baissé, tandis que se creusait le déficit commercial avec le reste du monde. Un facteur favorable, qui traduit l'intérêt suscité à l'étranger par Expo 86, a été l'amélioration marquée du compte des voyages, qui s'est presque équilibré durant l'été.

La chute des prix du pétrole et des grains a eu d'importantes conséquences sur le plan régional. Étant la principale consommatrice d'énergie au pays, la région centrale a grandement profité de la chute des prix de l'énergie. Cet élément de stimulation, conjugué à la vigueur générale de la demande des ménages et à l'accroissement des investissements effectués aux fins de modernisation et d'expansion dans plusieurs grandes industries manufacturières, a engendré un haut niveau d'activité économique dans cette partie du pays. La demande, particulièrement forte dans le Sud de l'Ontario, a été nettement supérieure à l'offre dans certaines industries, ce qui a intensifié les pressions à la hausse sur les prix et les coûts. C'est sur le marché des maisons neuves et des maisons existantes, où l'influence de la spéculation semble avoir été présente, que cette tendance a été le plus manifeste.

Par contre, la baisse des prix de l'énergie a causé de graves difficultés aux provinces productrices d'énergie, en particulier l'Alberta. Les sociétés pétrolières ont subi de grosses diminutions de revenus et de bénéfices et elles ont réagi en réduisant leurs effectifs et leurs investissements. Le redressement partiel des prix mondiaux du pétrole qui s'est produit vers la fin de l'année favorisera à la longue, s'il se poursuit, une certaine amélioration.

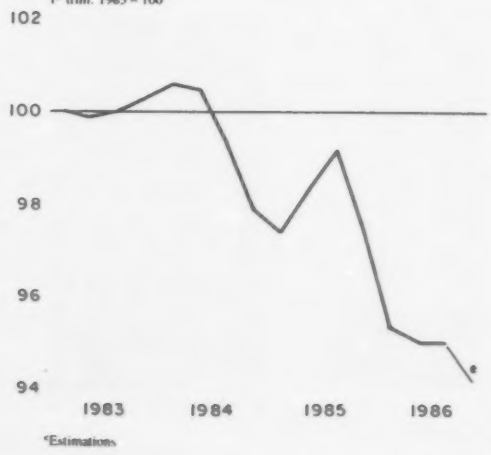
La situation s'est aussi détériorée dans le secteur agricole des provinces de l'Ouest. Non seulement les programmes de subvention mis en œuvre par les grands pays producteurs du monde ont-ils exercé de fortes pressions à la baisse sur les prix des grains, mais les précipitations enregistrées au moment des récoltes de grains ont fait que celles-ci ont été de qualité médiocre. Ces facteurs ont eu une influence néfaste sur les revenus des agriculteurs de l'Ouest, qui sont ainsi devenus encore plus tributaires des programmes de stabilisation mis en œuvre par les pouvoirs publics.

Le secteur des ressources naturelles dans son ensemble a continué de se ressentir des effets des tensions engendrées par les faibles prix des matières premières. Quant à l'industrie du bois d'œuvre, elle a été frappée de surcroît par les mesures protectionnistes adoptées aux États-Unis et par une grève survenue en Colom-

Termes de l'échange pour le Canada

Rapport des prix à l'exportation aux prix à l'importation

1er trim. 1983 = 100



*Estimations

bie-Britannique qui l'a en grande partie paralysée au second semestre de l'année. Cependant, à d'autres égards, la conjoncture économique s'est améliorée dans les régions autres que le centre du pays. Dans l'Ouest, Expo 86 a attiré un grand nombre de touristes; de plus, le bétail, les pâtes et papiers et les produits du bois ont renchéri légèrement. Dans les Maritimes, l'élargissement des marchés étrangers des produits de la pêche a stimulé à la fois les prix et la production.

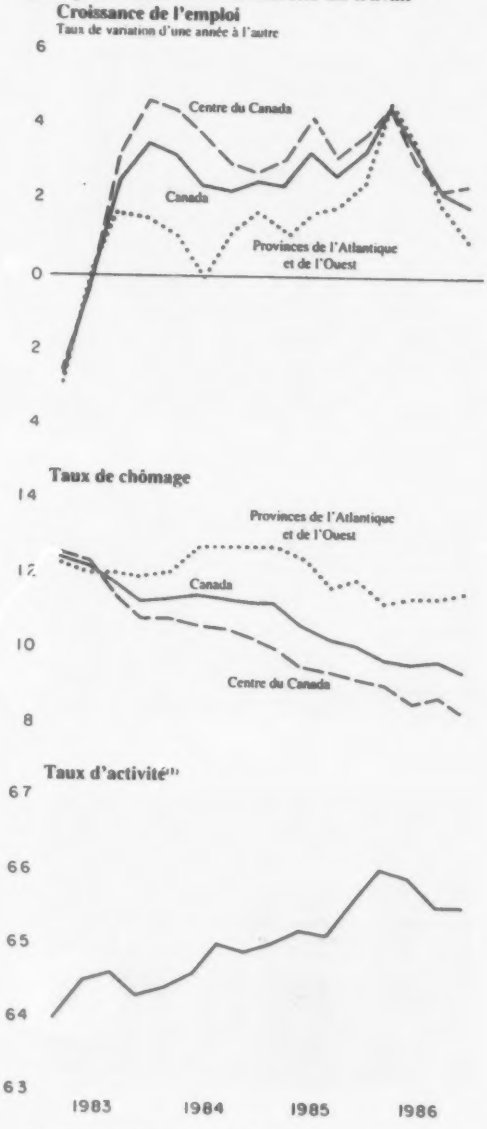
L'emploi a augmenté sensiblement au Canada en 1986. Cependant, sa distribution a beaucoup changé par rapport à l'année précédente, ce qui reflète les résultats économiques inégaux enregistrés dans les branches d'activité et les diverses régions du pays. La croissance de l'emploi a été particulièrement forte dans le secteur des services financiers, et particulièrement faible dans le secteur énergétique. En général, les gains au chapitre de l'emploi dans le secteur de la production de biens ont été limités. Dans ce secteur, les entreprises se sont de plus en plus préoccupées d'améliorer la productivité afin de réduire leurs coûts et d'accroître leur compétitivité tant sur les marchés intérieurs que sur les marchés internationaux.

La proportion des personnes en âge de travailler qui ont ou cherchent un emploi a baissé pendant la majeure partie de 1986, ce qui a renversé la tendance à la hausse observée depuis le début de 1983. Peut-être que certains travailleurs, en particulier ceux des industries primaires, ont décidé de se retirer du marché du travail, étant donné les perspectives d'emploi limitées qu'ils avaient et les coûts que comporte l'installation dans une autre ville. De plus, un grand nombre d'entreprises de ces industries ont offert à leurs employés des régimes de retraite anticipée dans le but de réduire leurs coûts en main-d'œuvre. Dans cette conjoncture caractérisée par les ajustements difficiles qui s'opèrent sur les marchés des biens et du travail, le taux global de chômage est demeuré relativement élevé, bien que, à la fin de l'année, il ait baissé à moins de 9½ %, par rapport au taux de 10 % auquel il se situait l'année précédente.

L'inflation

Un certain nombre de forces contradictoires ont de nouveau influé sur le taux d'augmentation des prix et des coûts en 1986. D'une part, les biens produits au Canada ont renchéri moins rapidement qu'en 1985 à cause de la baisse des prix de l'énergie, de la faiblesse des prix des matières premières en général et du ralentissement de la progression des coûts de production. D'autre part, un certain nombre de

Quelques indicateurs du marché du travail



[1] Pourcentage de la population en âge de travailler ayant ou cherchant activement un emploi

facteurs ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur les prix des biens et services consommés au Canada. À la fin de l'année, l'indice des prix à la consommation s'était accru de près de 4¼ %, soit à peu près au même rythme qu'en 1985.

L'un des principaux facteurs qui ont exercé des pressions à la baisse sur le taux d'inflation durant l'année dernière a été la dégringolade des prix du pétrole brut. La baisse marquée des prix du mazout et de l'essence a entraîné une diminution d'environ 13 % du coût de l'énergie pour les consommateurs. Si cette baisse ne s'était pas produite, l'indice des prix à la consommation se serait accru d'environ 1 % de plus. La baisse des prix de l'énergie a eu également une très forte incidence sur le taux d'accroissement des prix à la production; elle a aussi contribué à la détérioration considérable des termes de l'échange du Canada, étant donné que notre pays est un exportateur net d'énergie.

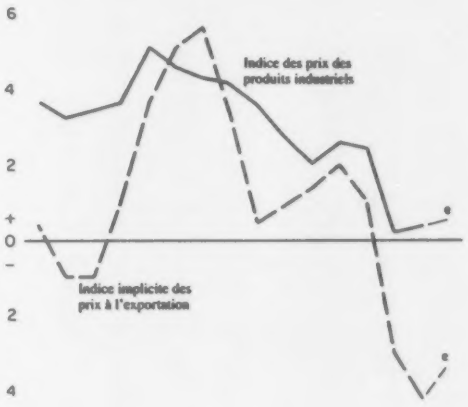
En 1986, le rythme d'accroissement des coûts en main-d'œuvre par unité produite était encore assez lent, en grande partie parce que l'augmentation des gains moyens des salariés n'a été que d'environ 2 %. Cette augmentation modérée du salaire moyen s'expliquait surtout par les pressions exercées par la concurrence aussi bien sur le marché du travail que sur celui des biens. De fait, le taux de chômage se maintient à un niveau supérieur aux taux moyens observés dans le passé, et les prix auxquels les producteurs sont à même de vendre leurs produits demeurent en général très faibles. La baisse du taux d'inflation enregistrée les deux ou trois dernières années par rapport aux taux observés durant les années 70 et au début des années 80 a également contribué à atténuer la pression des salaires.

Au niveau de la consommation, plusieurs facteurs sont venus contrecarrer l'incidence favorable que la chute des prix de l'énergie et la modération des coûts de production ont eue sur le niveau général des prix. La baisse du cours du dollar canadien a continué d'engendrer des pressions à la hausse sur les prix intérieurs. Outre les effets cumulatifs qu'a eus la dépréciation subie par le dollar canadien vis-à-vis du dollar américain au cours des deux ou trois dernières années, la forte baisse enregistrée par rapport aux monnaies d'outre-mer depuis le début de 1985 a entraîné des effets considérables. Dans ce contexte, les produits de l'industrie automobile importés d'outre-mer ont renchéri d'environ 6 % en 1986, et ceux des autres pro-

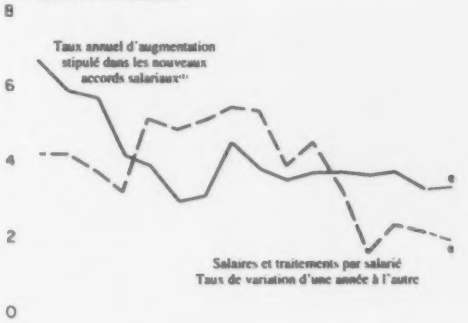
Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts à la production

Prix des produits industriels et indice implicite des prix à l'exportation

Taux de variation d'une année à l'autre



Mesures des salaires



Coût de main-d'œuvre par unité produite

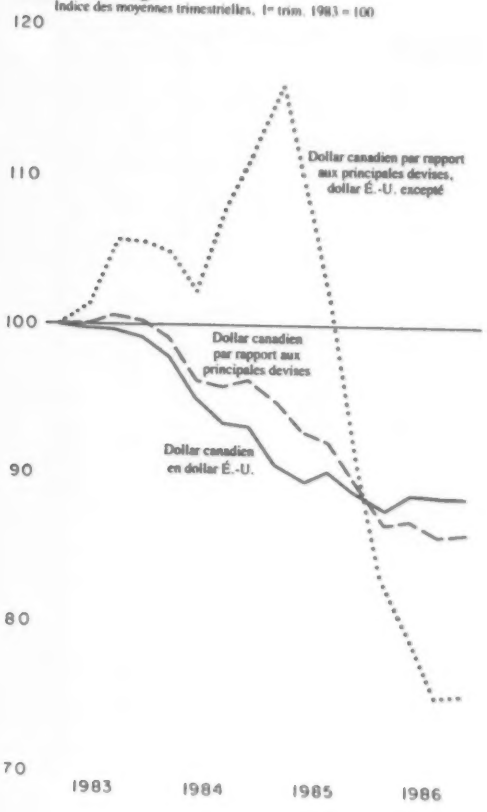
Taux de variation d'une année à l'autre

*Ne comprend pas les accords salariaux comportant des clauses d'indemnité de vie chère

e Estimations

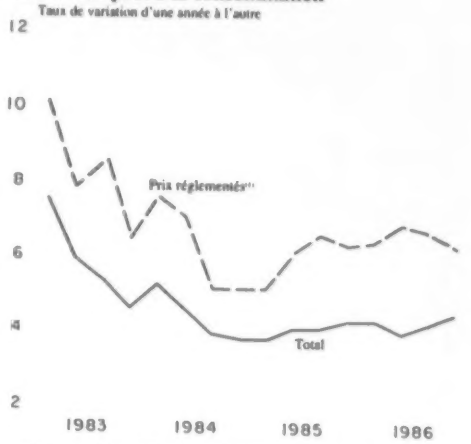
Taux de change

Indice des moyennes trimestrielles, 1er trim. 1983 = 100



Indice des prix à la consommation

Taux de variation d'une année à l'autre



[1] Comprend l'énergie (l'essence et le mazout avant juin 1985 seulement), le tabac et les boissons alcooliques, les loyers réglementés, l'impôt foncier, les transports publics, les communications, l'eau, la câblodistribution, les cours postsecondaires réglementés, les droits d'immatriculation des véhicules automobiles, les permis de conduire et les produits agricoles assujettis à une réglementation.

duits de consommation importés d'environ 8 %. Le prix de la viande et des légumes frais a aussi augmenté en 1986 avec une rapidité particulière. Le prix du porc s'est accru vigoureusement par suite d'une diminution marquée des arrivages sur les marchés, tandis que les récoltes de légumes ont été moins bonnes à cause des conditions météorologiques difficiles dans lesquelles s'est effectuée la culture. À la fin de l'année, toutefois, tout semblait indiquer que les pressions de l'offre sur les prix de ces divers types de produits avaient commencé à s'atténuer.

En outre, les prix ont été influencés tout le long de l'année 1986 par l'augmentation d'un certain nombre de taxes de vente et d'accise provinciales et fédérales, et la plupart des prix soumis à une forme quelconque de réglementation ont continué d'augmenter à des taux de loin supérieurs au taux d'accroissement de l'indice global des prix à la consommation.

Même si les résultats enregistrés au Canada en 1986 au chapitre de l'inflation ont été décevants à certains égards, de nombreuses causes des hausses de prix semblent être temporaires, et les coûts intérieurs continuent d'augmenter à un rythme relativement faible. Cependant, les disparités régionales qui existent actuellement risquent de compromettre les perspectives d'une amélioration de la conjoncture. En Ontario, les marchés du travail sont plutôt serrés depuis quelque temps, et les prix à la consommation dans la région de Toronto se sont accrus de plus de 5¼ % au cours de l'année. Si le taux d'inflation continue de s'accélérer dans les régions à forte croissance ou s'il s'étend à d'autres régions en y influençant les décisions concernant les salaires et les prix, le processus d'ajustement vers une plus grande stabilité des prix au Canada pourrait s'en ressentir. Jusqu'à présent, néanmoins, les pressions sur les coûts et les prix continuent d'être assez modérées dans les régions autres que la région centrale du pays où elles reflètent le plus bas niveau de l'activité économique.

L'évolution financière

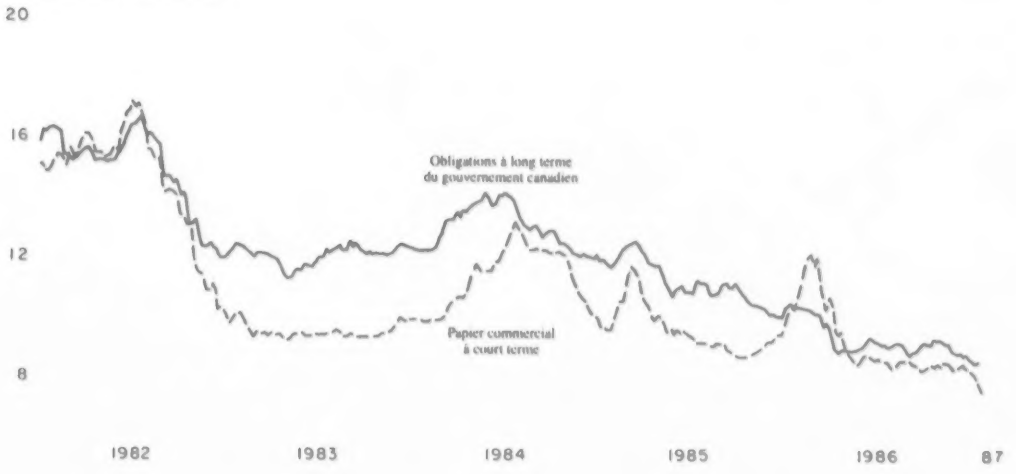
Les taux d'intérêt canadiens ont conservé leur tendance à la baisse en 1986, suivant en cela les taux américains, dont le repli a été toutefois un peu plus accentué. Certes, cette tendance a été interrompue durant les premiers mois de l'année par la hausse que les taux d'intérêt canadiens ont enregistrée en réaction à l'évolution du marché des changes, mais le loyer de l'argent est tombé par la suite à des niveaux jamais observés depuis la fin des années 70. Le taux de change, qui avait dégringolé pendant les premiers mois de 1986 pour toucher les plus bas niveaux de son histoire, s'était complètement redressé au printemps. Pendant le reste de l'année, il a oscillé dans des limites étroites autour de 72 cents É.-U., puis il a grimpé à plus de 74½ cents É.-U. à la fin de janvier 1987.

La demande globale de crédit s'est accrue à un rythme plus modéré en 1986 qu'au cours des deux années précédentes, en raison surtout du ralentissement de la croissance des emprunts du gouvernement fédéral. Les crédits au secteur privé ont progressé sensiblement au même rythme qu'en 1985, le raffermissement de la demande des ménages ayant compensé l'affaiblissement de celle des entreprises. La croissance de la plupart des principaux agrégats monétaires s'est également ralentie quelque peu, ce qui s'explique en grande partie par la décélération de la dépense globale. En outre, le comportement d'un bon nombre de ces agrégats a été dans une certaine mesure influencé par les innovations financières et les changements d'ordre institutionnel, qui se sont poursuivis pendant l'année.

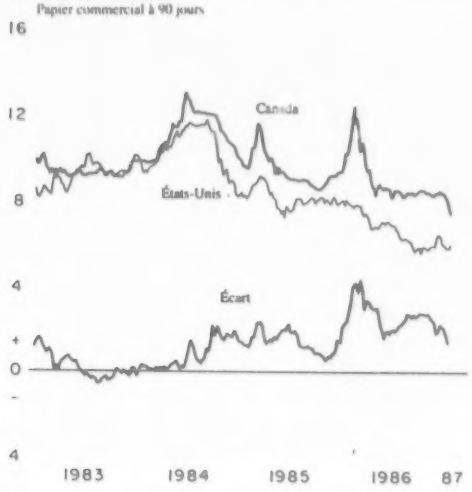
Les taux d'intérêt et le taux de change

Les fortes augmentations des taux d'intérêt à court terme canadiens enregistrées au début de 1986 étaient l'aboutissement des pressions auxquelles le repli du dollar canadien avait

Taux d'intérêt canadiens



Taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis

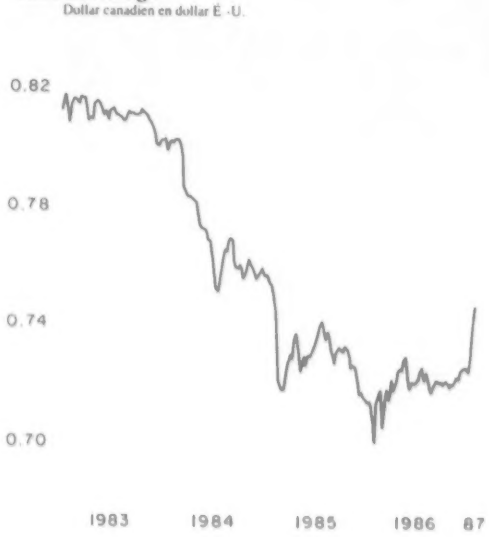


donné naissance à l'automne de 1985. Les pressions à la baisse sur le dollar canadien étaient surtout attribuables à la faiblesse persistante des cours internationaux des produits de base, au sentiment de plus en plus répandu que la croissance allait se ralentir dans les pays qui forment nos principaux marchés d'exportation et aux incertitudes entourant le déficit fédéral à l'approche du dépôt du budget. Ces facteurs, conjugués aux écarts plutôt minces qui existaient entre les taux à court terme canadiens et américains, ont contribué à semer le doute parmi les agents économiques sur la possibilité que le dollar canadien puisse se maintenir. L'affaiblissement du dollar canadien qui a suivi a déclenché des pressions spéculatives, qui ont à la fois accentué ce mouvement à la baisse et fait grimper les taux d'intérêt à court terme.

Au début de février 1986, le dollar canadien cotait 69 cents É.-U., contre plus de 73 cents É.-U. au mois d'octobre précédent. Le gouvernement et la Banque du Canada ont alors mis en œuvre un vigoureux programme d'intervention sur le marché des changes et les marchés monétaires pour renforcer l'ajustement à la hausse dont les taux d'intérêt à court terme canadiens faisaient déjà l'objet. De plus, le gouvernement a annoncé son intention de contracter des emprunts à l'étranger pour accroître ses réserves de change. Au début de mars, les taux à court terme plafonnaient entre 12 et 13 %, les taux du papier commercial à trente jours avaient gagné près de 4½ points de pourcentage par rapport à leurs creux de l'automne précédent et les écarts entre les taux canadiens et américains avaient dépassé les 5 points de pourcentage. La hausse a été beaucoup plus vive dans le cas des taux à très court terme, ce qui porte à croire que le marché considérait comme temporaire la nécessité d'un relèvement marqué des taux d'intérêt.

Ces mesures sont parvenues à briser le mouvement de spéculation contre le dollar canadien et, au printemps, le dollar cotait plus de 72½ cents É.-U. D'autres phénomènes ont aussi contribué à ce relèvement. Après avoir provoqué dans un premier temps une certaine hésitation sur le marché des changes, le budget fédéral de février semble avoir reçu un bon accueil. En outre, on s'est graduellement rendu compte que

Taux de change



les premières évaluations de l'incidence globale de la faiblesse des marchés du pétrole et des autres produits de base sur l'économie canadienne avaient peut-être été trop pessimistes. À mesure que se renforçait le taux de change, les taux d'intérêt à court terme diminuaient et, en mai, ils étaient retournés à leurs niveaux antérieurs.

Les possibilités de baisses des taux canadiens se sont accrues à la faveur du recul du

loyer de l'argent aux États-Unis et dans d'autres pays. À deux reprises au cours de cette période, soit en mars et en avril, la Réserve fédérale des États-Unis a abaissé son taux d'escompte d'un demi-point de pourcentage, et les taux du marché ont suivi. Ces mesures prises dans le contexte d'un ralentissement de l'inflation et de la croissance économique aux États-Unis se sont accompagnées de diminutions de taux d'intérêt dans la plupart des pays industriels d'outre-mer.

Le cours du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. et les taux d'intérêt canadiens ont été relativement stables au second semestre de 1986, ce qui contrastait avec leur volatilité antérieure. De mai à la fin de l'année, le cours du dollar a oscillé autour de 72 cents É.-U., se maintenant dans une fourchette étroite. Quant aux taux d'intérêt à court terme, ils se sont peu modifiés, passant graduellement de 8½ % environ au milieu de 1986 à quelque 8¼ % à la fin de l'année. Malgré la stabilité relative du taux de change et de nouvelles baisses des taux à court terme américains, la confiance dans le dollar canadien ne s'est que lentement rétablie. Les anticipations d'un affaiblissement du dollar attribuable à l'existence ou à l'éventualité de différends entre le Canada et les États-Unis sur des questions commerciales et une détérioration du compte courant de la balance des paiements ont contribué à maintenir les écarts relativement importants qui existaient entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains. Dans l'ensemble, toutefois, ces taux sont descendus en 1986 à leurs plus bas niveaux depuis la fin des années 70.

Les taux d'intérêt à long terme se sont aussi inscrits en baisse en 1986. Les taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement, qui avaient atteint ou même dépassé la barre des 14 % en 1984, étaient retombés à environ 10 % au début de 1986. Ce mouvement à la baisse a toutefois été momentanément interrompu par la forte remontée que les taux à court terme ont connue en janvier et février. Les taux à long terme ne se sont réinscrits à la baisse que lorsque la tendance à la hausse des taux à court terme a commencé à s'inverser et que les taux de rendement des obligations américaines à long terme ont chuté sous l'impulsion des mesures prises par le Congrès américain pour réduire

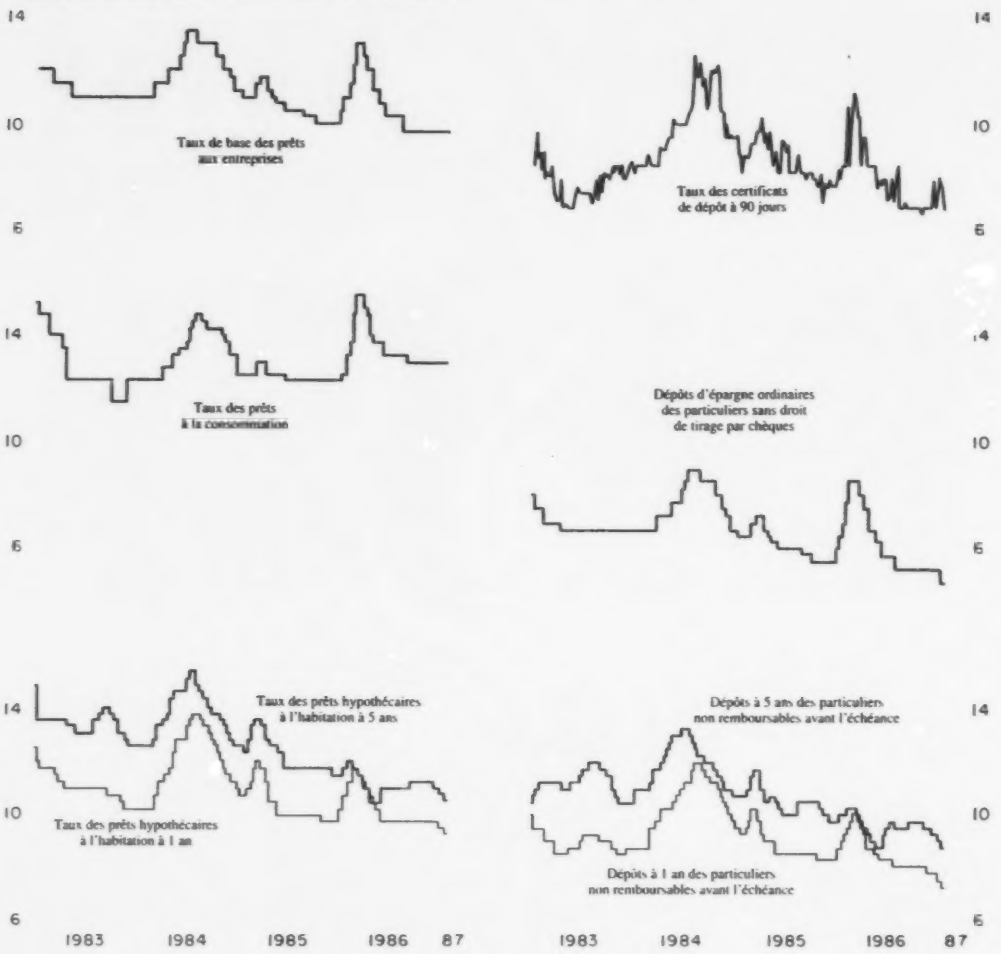
Taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis

l'important déficit budgétaire. À la fin du premier semestre, les taux à long terme canadiens étaient descendus à un niveau d'environ 9 %, où ils sont demeurés jusqu'à la fin de l'année.

Le repli des taux à long terme américains au cours de l'année ayant été nettement plus prononcé que celui des taux canadiens correspondants, l'écart entre ces taux s'est creusé sensiblement. Il est possible que les inquiétudes persistantes au sujet du cours du dollar canadien et de l'évolution future des taux relatifs d'inflation au Canada et aux États-Unis aient joué en ce sens.

Au Canada, l'évolution des taux administrés a généralement suivi de près celle des taux du marché pour des échéances comparables, sauf que l'écart entre les taux des prêts bancaires et ceux du marché a eu tendance à se creuser. Au premier semestre de 1986, les institutions financières ont d'abord relevé les taux de leurs prêts et de leurs dépôts à court terme, puis elles les ont réduits en réaction à l'évolution des taux du marché. Les taux d'intérêt à plus long terme, notamment les taux des prêts hypothécaires et des dépôts à cinq ans, sont demeurés assez stables pendant toute cette période et se sont même accrus légèrement pendant un certain temps au second semestre à la faveur d'une intensification de la demande de prêts hypothécaires à l'habitation et de la préférence manifestée par les emprunteurs pour de plus longues échéances. Les taux des prêts à la consommation, qui avaient gagné près de 3 points de pour-

Quelques taux d'intérêt administrés des banques


14
10
6
Taux de base des prêts aux entreprises
Taux des certificats de dépôt à 90 jours
Taux des prêts à la consommation
Dépôts d'épargne ordinaires des particuliers sans droit de tirage par chèques
Taux des prêts hypothécaires à l'habitation à 5 ans
Taux des prêts hypothécaires à l'habitation à 1 an
Dépôts à 5 ans des particuliers non remboursables avant l'échéance
Dépôts à 1 an des particuliers non remboursables avant l'échéance
1983
1984
1985
1986
87

centage durant les premiers mois de l'année, n'ont reculé que de 2 points par la suite à cause d'une reprise de la demande de prêts; ils étaient donc plus élevés à la fin de l'année qu'ils ne l'avaient été durant la majeure partie de 1985. Néanmoins, la plupart des taux administrés se situaient, à la fin de 1986, à leurs plus bas niveaux depuis 1978.

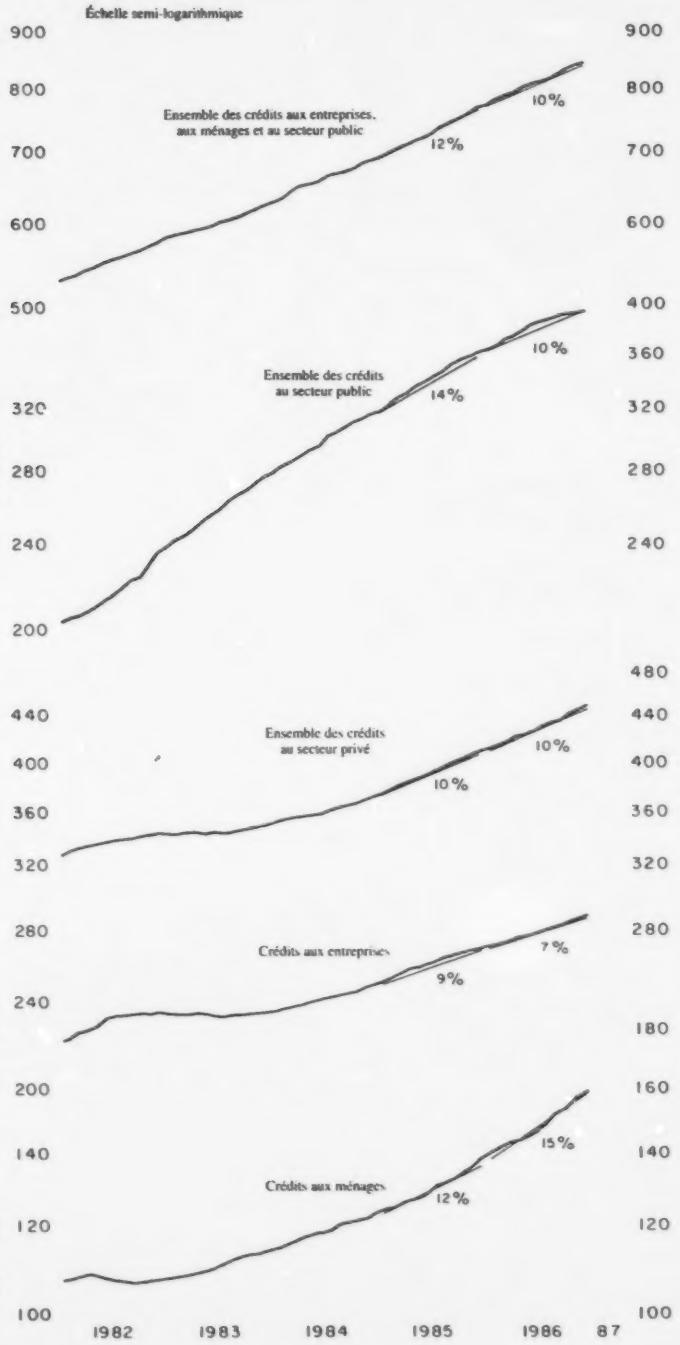
Au mois de janvier 1987, les taux à court terme ont encore fortement diminué au Canada, et les écarts entre ces derniers et les taux américains correspondants se sont rétrécis à la faveur du vif renchérissement du dollar canadien par rapport à la devise américaine. Les pressions qui s'exerçaient à ce moment-là sur le marché se sont traduites par des diminutions un peu moins prononcées des taux à long terme ainsi que par des baisses d'un bon nombre de taux administrés, y compris le taux de base des prêts bancaires.

L'évolution du crédit

En dépit d'un certain ralentissement du rythme de la croissance de la dépense globale au pays en 1986, le taux d'accroissement de l'encours des crédits au secteur privé s'est maintenu aux alentours de 10 %. Par conséquent, le ratio de l'encours de ces crédits au produit intérieur

Agrégats du crédit : Encours des composantes

Milliards de dollars, données désaisonnalisées



Ensemble des crédits au secteur public : Prêts aux administrations fédérale, provinciales et municipales, plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties émises par les entreprises provinciales et municipales

Ensemble des crédits au secteur privé : Ensemble des crédits aux entreprises et aux ménages

Crédits aux entreprises : Prêts et baux financiers accordés aux institutions non financières plus acceptations, papier commercial, obligations et actions émis par elles

Crédits aux ménages : Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation accordés par certains prêteurs

Les taux de croissance expriment la variation des chiffres du dernier trimestre de l'année par rapport à ceux du dernier trimestre de l'année précédente

brut a augmenté pour la deuxième année de suite, après trois années de repli. L'augmentation de ce ratio a été entièrement attribuable à la reprise des crédits aux ménages. La croissance du crédit hypothécaire à l'habitation a été particulièrement vigoureuse, car les taux des prêts hypothécaires sont restés pendant la majeure partie de l'année aux plus bas niveaux atteints depuis près de dix ans. Même si les ménages sont plus disposés depuis quelque temps à financer l'accroissement de leurs dépenses par du crédit, le ratio de l'encours de leurs dettes à leur revenu demeure en deçà des sommets enregistrés durant la fin des années 70.

Le ralentissement de la croissance des crédits aux entreprises a été particulièrement manifeste au chapitre du court terme. Par contre, le financement par émission d'actions et d'obligations a connu une forte progression, malgré la chute marquée des investissements fixes. Le fléchissement des taux d'intérêt à long terme et la hausse du cours des actions survenus en 1986 ont incité les entreprises à procéder à une restructuration encore plus profonde de leurs engagements et à un assainissement général de leur bilan.

Les besoins de financement du secteur public diminuent de façon constante depuis quatre ans par suite de la croissance des revenus et du ralentissement du taux d'accroissement des dépenses. L'augmentation des revenus de l'État est attribuable à la reprise cyclique de l'économie ainsi qu'à un certain nombre de hausses d'impôts effectuées durant cette période dans le cadre de mesures visant à ralentir la croissance de la dette publique. De nouveaux progrès en ce sens ont été réalisés en 1986, en particulier par le gouvernement fédéral.

Les agrégats monétaires

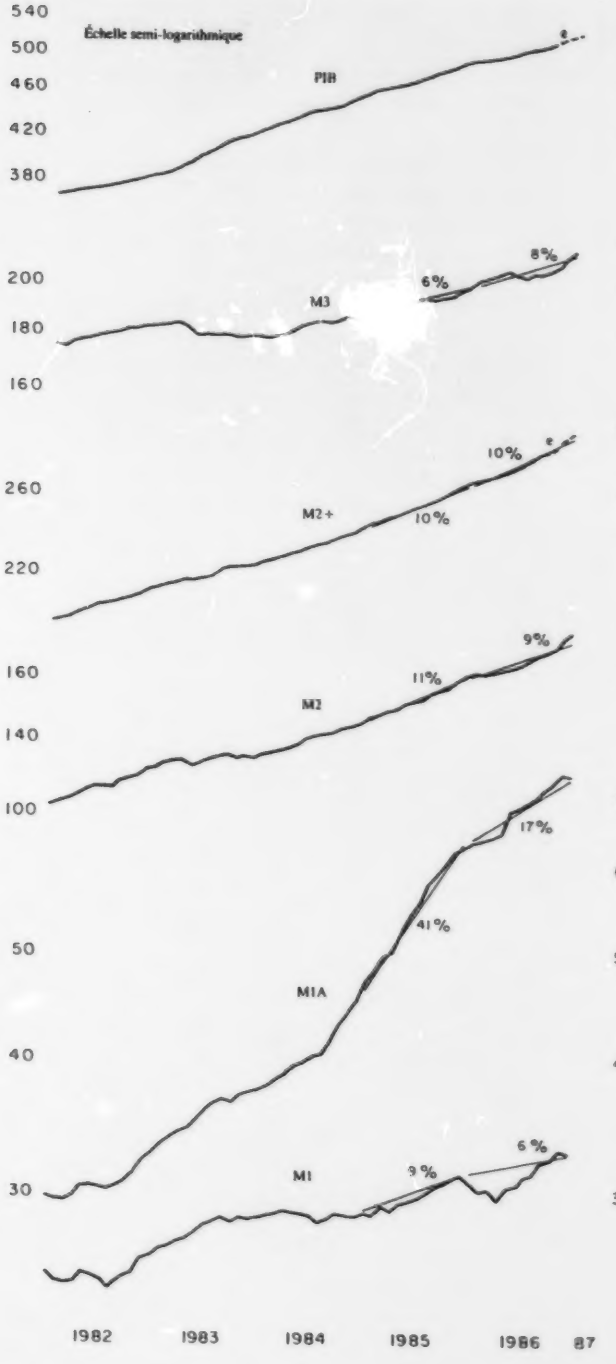
La croissance de tous les principaux agrégats monétaires s'est ralentie au premier semestre de 1986, ce qui contraste avec la très forte progression observée durant la majeure partie de 1985. Bien que la progression de la plupart des agrégats se soit accélérée vers la fin de l'année, elle a été plus faible pour l'ensemble de 1986 qu'en 1985. Le comportement des agrégats monétaires au cours de l'année a été assez conforme à l'évolution générale des taux d'intérêt et des revenus, mais la croissance de certains d'entre eux a de nouveau été influencée par les innovations financières et par d'autres phénomènes d'ordre institutionnel. Parmi ces phénomènes, il convient de signaler des modifications importantes des parts de marché des banques et des institutions parabancaires et la création de nouveaux instruments de dépôt. De plus, les marchés financiers se sont davantage orientés vers la «titralisation» (appelée aussi «sécuritisation»), en vertu de laquelle les échanges directs de fonds entre prêteurs et emprunteurs ont eu tendance à supplanter l'intermédiation des institutions financières, entravant la croissance de certains agrégats au sens large.

Les fluctuations des taux d'intérêt et du rythme de croissance de la dépense globale pendant l'année ont influencé de façon manifeste le comportement de l'agrégat monétaire au sens étroit M1. La hausse qu'ont connue les taux d'intérêt à court terme au début de l'année conjuguée à la décélération de la dépense nominale ont fait chuter M1, car les ménages et les entreprises ont réduit leurs encaisses de transaction. Toutefois, la croissance de M1 s'est accélérée au second semestre par suite du repli marqué des taux d'intérêt au deuxième trimestre et d'une accélération du rythme d'accroissement de la dépense nominale. Contrairement à ce qui s'était produit pendant un grand nombre d'autres périodes, la croissance de M1 en 1986 n'a pas été grandement perturbée par les innovations financières.

Toutefois, les innovations financières ont continué d'entretenir la grande volatilité qui caractérise la croissance de M1A. À cet égard, il convient de dire ici un mot des nouveaux comptes d'épargne qui offrent des taux d'intérêt fort attrayants lorsque le solde est élevé. Ces comptes ont été créés et lancés à partir de la fin de 1985 par les banques et les établissements parabancaires, qui se sont alors livré une forte concurrence. Étant classés dans la catégorie des dépôts non transférables par chèques, ces comptes n'entrent pas dans la composition de M1A, qui englobe les encaisses de transaction, mais ils ont attiré un volume important de fonds

Agrégats monétaires et produit intérieur brut

Milliards de dollars, données désaisonnalisées



PIB
Dépense globale en biens et services aux prix courants

M3
M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

M2+
M2 plus dépôts d'épargne des particuliers dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les *credit unions* et les caisses populaires

M2
M1A plus autres dépôts à préavis et dépôts à terme des particuliers

M1A
M1 plus dépôts d'épargne à intérêt quotidien avec droit de tirage par chèques et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M1
Monnaie et dépôts à vue

Les taux de croissance expriment la variation des chiffres du dernier trimestre de l'année par rapport à ceux du dernier trimestre de l'année précédente

p Estimations

qui, autrement, auraient été placés dans des comptes de chèques à intérêt quotidien.

L'évolution des agrégats monétaires au sens large tels que M2 et M2+ a continué de refléter les principales variations de la dépense globale au cours de l'année de même que certains phénomènes d'ordre institutionnel. La diminution, en 1986, de l'encours des obligations d'épargne du Canada, qui a résulté des encaissements massifs effectués au premier trimestre et des ventes plus faibles que d'habitude enregistrées lors de la campagne de l'automne, a favorisé une accélération de la croissance de ces agrégats. La progression légèrement plus rapide de l'agrégat M2+, qu'on obtient en ajoutant aux composantes de M2 les dépôts tenus dans les établissements parabancaires, témoigne de la vive concurrence que ces établissements ont faite aux autres institutions pour accroître leur part du marché des dépôts des particuliers.

Les changements d'ordre institutionnel survenus sur le marché ont aussi continué d'influencer fortement l'évolution de l'agrégat au sens large M3. Le recours accru des entreprises aux formes directes de financement, plus particulièrement au papier commercial à court terme, aux acceptations bancaires et à l'émission d'obligations et d'actions, a fait diminuer la demande de crédits bancaires en 1986. Il en est résulté un ralentissement de la progression des besoins de financement des banques à charte, lequel a, à son tour, fait ralentir la croissance de M3. Les préférences manifestées ces derniers temps par les emprunteurs pour le financement à long terme et pour des formes plus directes de financement ont accru la variabilité actuelle de M3 et ajouté un élément d'incertitude aux perspectives concernant les tendances probables de cet agrégat.

L'évolution internationale

En 1986, la croissance de l'économie mondiale a été plus lente que prévu et les problèmes associés aux déséquilibres considérables des paiements extérieurs et à l'endettement international ont continué de dominer la scène économique. Le processus de réalignement des grandes monnaies amorcé en 1985 s'est poursuivi en 1986, et l'orientation des politiques mises en œuvre pour atténuer les déséquilibres des situations budgétaires s'est également maintenue. Toutefois, les progrès accomplis sur les fronts du budget et de la balance des paiements ont été lents, et les pressions protectionnistes sont restées vives. À la fin de 1986, le déficit considérable de la balance des paiements des États-Unis et les excédents correspondants enregistrés au Japon et en Allemagne étaient encore à des niveaux records. Cependant, dans la plupart des pays industriels, l'inflation s'est ralentie encore durant l'année, et le niveau général des taux d'intérêt a baissé davantage.

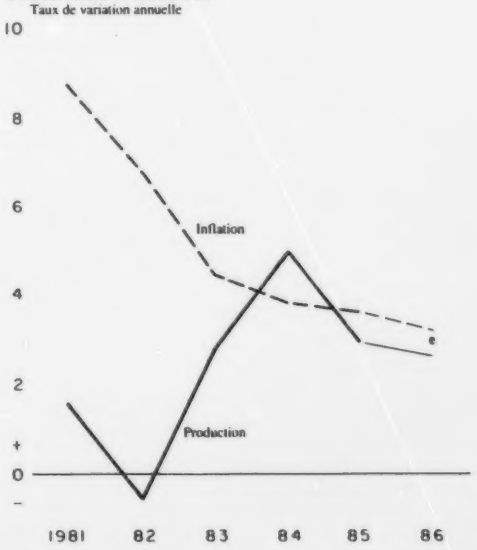
Privés du soutien qu'aurait constitué pour eux une croissance économique plus rapide à l'échelle mondiale, beaucoup de pays en développement lourdement endettés ont continué d'éprouver de graves difficultés en dépit des incidences favorables de la baisse des taux d'intérêt. La dégringolade des prix du pétrole qui s'est produite en 1986 a frappé particulièrement les pays endettés exportateurs de pétrole. Toutefois, plusieurs pays en développement se sont quelque peu approchés d'une situation plus soutenable en mettant en œuvre, avec le concours de la communauté financière internationale, de rigoureux programmes d'ajustement.

Les pays industriels

L'économie des pays industriels a continué de progresser en 1986, mais à un rythme légèrement inférieur à ce qui avait généralement été prévu. Les fortes variations des taux de change et du prix du pétrole ont été les faits marquants de l'année 1986. Partout dans le monde, les pays et les secteurs qui ont bénéficié de ces mouvements ont eu tendance à accroître graduellement leurs dépenses, alors que dans ceux qui ont été touchés par les incidences négatives de ces variations, la réduction des dépenses intérieures a été plus brutale. En conséquence, le taux estimatif de croissance des sept principaux pays de l'OCDE a été quelque peu inférieur au taux de 3 % enregistré en 1985.

Parmi ces grands pays, l'économie japonaise a connu un ralentissement marqué, qui, conjugué à la faiblesse de la croissance aux États-Unis durant le second semestre de l'année, a plus que compensé toute reprise dans les pays européens. La demande intérieure a été moins

Grands pays industriels[1] [2] : Production et inflation



[1] Les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie et le Canada

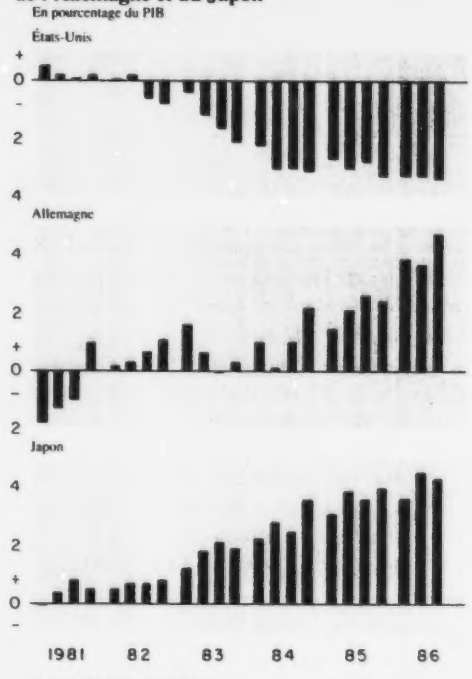
[2] Pondérations de 1982

e Estimations

vigoureuse aux États-Unis, en raison surtout de la mise en œuvre d'une politique plus rigoureuse sur le plan budgétaire et de la forte baisse des investissements dans le secteur énergétique. Ce manque de vigueur de la demande aux États-Unis a été accentué par la réaction mitigée des flux des échanges commerciaux à la baisse du dollar et à la faible demande de produits d'exportation américains dans les pays producteurs de pétrole et les autres pays en développement qui s'efforçaient toujours de faire face à leurs problèmes d'endettement extérieur. Bien que le volume des exportations des grands pays excédentaires, à savoir l'Allemagne et le Japon, ait été lui aussi touché par la faible demande des pays en développement, l'excédent des comptes courants de ces pays est demeuré élevé, ceux-ci ayant bénéficié de la forte baisse des prix du pétrole importé.

Les déséquilibres des balances courantes des grands pays industriels restent considérables, mais certains indices donnent à penser que la proportion de ces déséquilibres par rapport au PIB est en train de se stabiliser sous l'influence des réalignements des monnaies. Pour que se réalisent de nouveaux progrès, il faudra notamment que les gouvernements des pays industriels continuent de poursuivre des politiques visant à mieux équilibrer leur situation budgétaire et à empêcher que des mesures protectionnistes ne viennent entraver l'ajustement des paiements internationaux.

Soldes des balances courantes des États-Unis, de l'Allemagne et du Japon



Sources : Organismes nationaux

Tendances des taux de change[1]

[1] Moyenne mensuelle des cours des devises nationales par rapport au dollar É.-U.

À cet égard, les progrès accomplis en 1986 vers une coordination internationale des politiques et une réduction des taux d'intérêt ont été utiles. Le Sommet de Tokyo a mis l'accent sur la coopération entre les sept grands pays et, face au renforcement des pressions protectionnistes dans de nombreux pays, il a été convenu de lancer une nouvelle ronde de négociations commerciales dans le cadre du GATT. Pour la première fois, ces négociations porteront aussi sur les échanges de services et de produits agricoles. Le flux des subventions massives accordées au secteur agricole par la Communauté économique européenne et par les États-Unis fait peser une menace sérieuse sur la viabilité de nombreuses exploitations agricoles, et ce, non seulement dans d'autres pays développés comme le Canada, mais aussi dans de nombreux pays en développement.

Les pays en développement

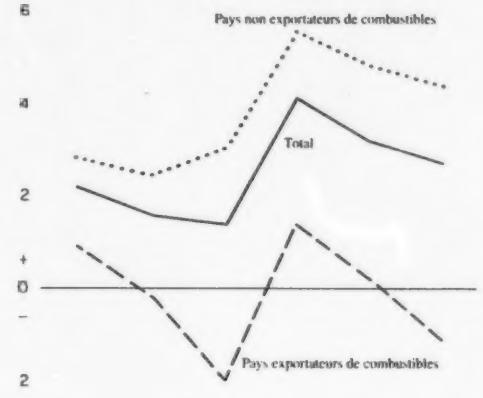
En 1986, l'incidence que les facteurs extérieurs ont eue sur les pays en développement a varié considérablement. Dans de nombreux pays, la chute des prix du pétrole et des taux d'intérêt a eu un effet bénéfique. Par exemple, dans les pays où les produits pétroliers et les combustibles ne représentent pas une partie importante des recettes d'exportation, les termes de l'échange ne se sont pratiquement pas modifiés malgré la faiblesse persistante des prix des produits de base, qui forment le gros des exportations traditionnelles. Les taux de croissance n'ont baissé que légèrement dans ces pays, et le déficit de leurs balances courantes ne s'est guère modifié dans l'ensemble. Par contre, les termes de l'échange des pays exportateurs de combustibles se sont détériorés très sensiblement, ce qui a contribué à faire baisser la production dans l'ensemble de ces pays et à aggraver considérablement la situation de leurs balances courantes prises collectivement.

Un certain nombre de pays lourdement endettés ont continué d'éprouver des difficultés à assurer le service de leur dette aux échéances prévues. Les efforts déployés par ces pays pour réaliser les ajustements nécessaires ont été gênés par la conjoncture internationale relativement défavorable et par leur accès limité au financement extérieur. Un nombre croissant de pays ont mis en œuvre des programmes d'envergure visant à réaliser un ajustement fondamental de leur économie. Ces programmes englobaient à la fois les politiques macroéconomiques, y compris les politiques visant à réduire l'inflation, et des mesures à caractère structurel, qui en général représentent une étape dans l'adoption d'une approche orientée davantage vers le marché. Ce type d'initiative devrait, avec le temps, améliorer l'efficacité et la compétitivité des économies concernées, permettre à ces dernières de profiter des programmes de développement et faciliter la levée des concours financiers nécessaires à leur développement.

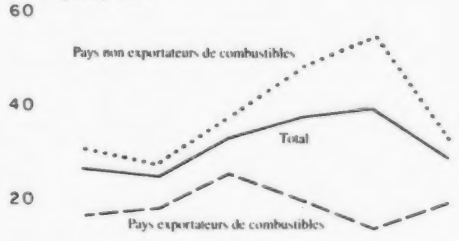
Ces efforts d'ajustement doivent être accompagnés du soutien concerté de la communauté financière internationale. Pour faciliter ces ajustements, le Fonds monétaire international et la Banque mondiale ont fourni en 1986 des conseils en matière de politique et une aide financière aux pays intéressés. Parallèlement, les créanciers des secteurs privé et public ont réé-

Pays en développement

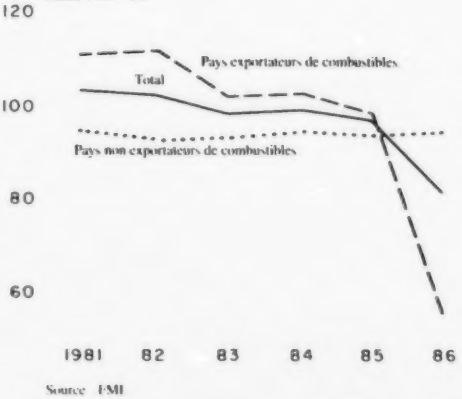
Production
Taux de variation d'une année à l'autre



Inflation
Moyenne pondérée



Termes de l'échange
Indice 1980 = 100

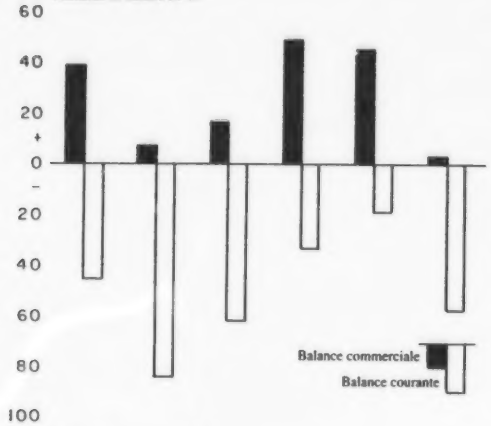


Source : FMI

Pays en développement

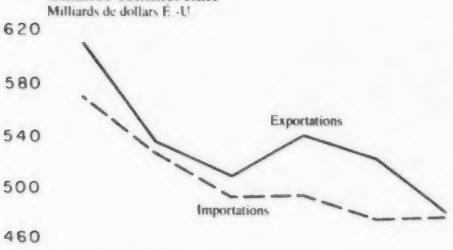
Soldes de la balance commerciale et de la balance courante

Milliards de dollars É.-U.



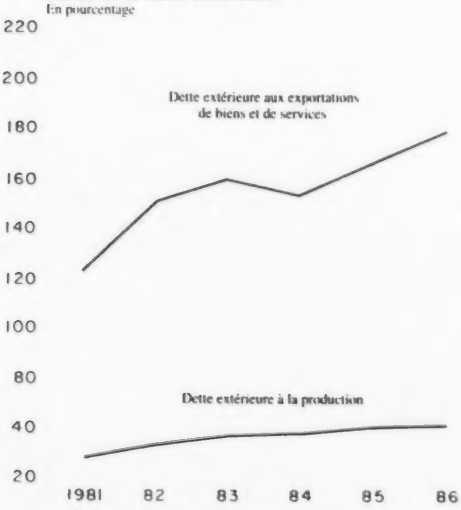
Balance commerciale

Milliards de dollars É.-U.



Ratios de la dette extérieure[1]

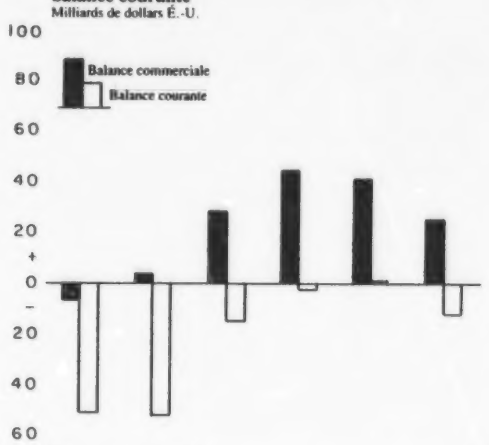
En pourcentage



Quinze pays en développement lourdement endettés[2]

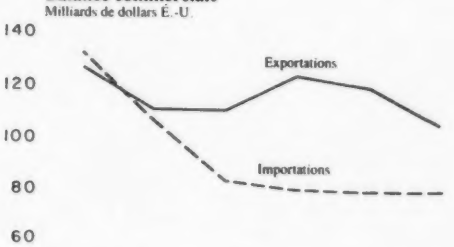
Soldes de la balance commerciale et de la balance courante

Milliards de dollars É.-U.



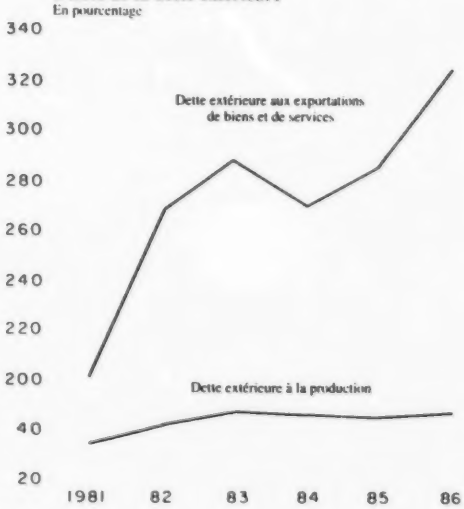
Balance commerciale

Milliards de dollars É.-U.



Ratios de la dette extérieure

En pourcentage



[1] Les ratios s'appliquent seulement aux pays en développement importateurs de capitaux.

[2] L'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, la Côte d'Ivoire, l'Équateur, le Maroc, le Mexique, le Nigéria, le Pérou, les Philippines, l'Uruguay, le Venezuela, la Yougoslavie

Source : FMI

chelonné les paiements de beaucoup de ces pays et fourni de nouveaux concours dans certains cas. Les banques canadiennes ont participé à ces opérations. L'opération de soutien financier la plus importante ainsi mise au point a été celle du Mexique.

En 1986, la Banque du Canada a participé, avec le consentement du ministre des Finances et en collaboration avec d'autres pays, à des ententes visant à octroyer un financement relais au Mexique et au Nigéria. Dans les deux cas, les crédits consentis étaient liés aux programmes d'ajustement économique que ces deux pays ont mis en place avec la collaboration du FMI et de la BIRD. La part du Canada dans la facilité de crédit de 1,1 milliard de dollars É.-U. consentie au Mexique était de 45 millions de dollars É.-U.; dans celle de 250 millions de dollars É.-U. consentie au Nigéria, elle était de 5 millions de dollars É.-U. Seule une petite partie du prêt accordé au Mexique est encore impayée, alors que le prêt consenti au Nigéria a été remboursé.

Les opérations de la Banque du Canada

Les avances et les opérations sur titres

Les deux principaux éléments du passif de la Banque du Canada sont les billets de banque émis pour satisfaire les besoins du public et les dépôts que les banques à charte et les membres adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP) maintiennent à la Banque aux fins de règlement et de constitution de réserves. En règle générale, les avoirs que la Banque détient en contrepartie de ces engagements sont constitués presque exclusivement de titres du gouvernement du Canada. En 1985, toutefois, face aux problèmes persistants de liquidités de certaines petites banques, les avances consenties aux membres de l'ACP s'étaient accrues au point de constituer une part importante de l'ensemble des avoirs de la Banque. Pendant les premiers mois de 1986, l'encours des avances octroyées aux banques à charte et aux autres membres de l'ACP a continué de s'accroître, passant de 3,5 milliards de dollars à la fin de 1985 à un sommet de 5,2 milliards de dollars à la fin de mars 1986. Les remboursements effectués depuis ont réduit considérablement le chiffre de ces avances, qui, à la fin de l'année, était de 868 millions de dollars. À mesure que la Banque entrait en possession de ces fonds, elle a pu regarnir son portefeuille de titres du gouvernement du Canada, qui s'est ainsi gonflé de 2,6 milliards de dollars. Le compartiment des bons du Trésor a augmenté de 3,9 milliards de dollars, alors que celui des obligations négociables du gouvernement canadien a diminué de 1,3 milliard de dollars. Les autres placements se sont accrus d'environ 1 milliard de dollars en 1986 par suite des achats de devises que la Banque a effectués auprès du Fonds des changes dans le cadre de ses opérations régulières de gestion de l'encaisse. On trouvera au Tableau I de l'Annexe les variations mensuelles des éléments du bilan de la Banque.

Les variations de l'encours des avances de la Banque au cours de l'année étaient essentiellement liées aux prêts qui avaient été octroyés à quatre banques, d'une part, la Banque Commerciale du Canada et la Norbanque, qui ont cessé leurs opérations en 1985, et d'autre part, la Banque Continentale du Canada et la Banque de la Colombie-Britannique, qui ont récemment vendu leurs avoirs à d'autres banques. Avec la liquidation progressive de leurs avoirs, une partie des avances de la Banque Commerciale du Canada et de la Norbanque a pu être remboursée à la Banque du Canada. À la fin de 1986, le solde des avances accordées à la Banque Commerciale du Canada par la Banque du Canada avait été ramené à 481 millions de dollars, contre 1 095 millions de dollars à la fin de 1985; au cours de la même période, l'encours des avances consenties à la Norbanque a été ramené de 481 à 310 millions de dollars.

Le 31 octobre 1985, on annonçait que la Banque du Canada allait consentir à la Banque Continentale du Canada une avance spéciale à terme de 1,4 milliard de dollars et qu'un consortium des grandes banques à charte allait accorder une marge de crédit de 1,5 milliard de dollars à cette institution. Le prêt à terme accordé par la Banque du Canada, dont l'échéance initiale avait été fixée au 30 avril 1986, a été renouvelé à trois reprises et il devait arriver à échéance à la fin de janvier 1987. Outre ce prêt à terme, la Banque a octroyé des avances au jour le jour à la Banque

Continentale du Canada, de sorte que l'ensemble des avances consenties à cet établissement a atteint en 1986 un sommet de 2 848 millions de dollars. Le 2 octobre 1986, la Banque Lloyds du Canada a annoncé qu'elle avait conclu un accord en vertu duquel elle allait acheter une partie importante des avoirs de la Banque Continentale du Canada et assumer la majeure partie des engagements de cette dernière. Le solde des avances consenties par la Banque à la Banque Continentale a été viré au compte de la Banque Lloyds du Canada le 7 novembre 1986, soit le jour même où la transaction d'achat prenait effet, et à la mi-décembre cette somme avait été entièrement remboursée.

La Banque du Canada a également accordé des concours de trésorerie considérables à la Banque de la Colombie-Britannique à partir de février. L'encours de ces avances a atteint un sommet de 975 millions de dollars au printemps de 1986. En novembre 1986, la Banque Hongkong du Canada a fait connaître son intention d'acheter la plupart des avoirs de la Banque de la Colombie-Britannique et de prendre en charge le gros des engagements de cette institution, y compris les avances consenties par la Banque du Canada. La transaction a pris effet le 27 novembre 1986, et à la fin de novembre le solde de ces avances avait été remboursé.

À maintes reprises, la Banque du Canada a également octroyé des prêts, sous forme de prises en pension d'effets, aux courtiers en valeurs mobilières qui font aussi office de négociants agréés du marché monétaire. Le gros de ces opérations a été effectué, d'une part, en février et en mars, à un moment où les taux des prêts à un jour consentis aux courtiers en valeurs mobilières pour financer leurs stocks étaient élevés parce que la Banque cherchait à maintenir de larges écarts entre les taux à court terme canadiens et américains et, d'autre part, dans les dernières semaines de l'année, où des facteurs d'ordre technique exerçaient, dans les marchés américains, des pressions à la hausse non souhaitées sur les taux canadiens du financement à un jour. Les opérations de pension effectuées vers la fin de l'année étaient pour la plupart des pensions «spéciales». Celles-ci se font non pas à la demande des négociants agréés du marché, mais à l'initiative de la Banque et selon les modalités établies par elle. Comme c'est la Banque qui, dans ce type d'opération, prend l'initiative de fournir du financement, elle est mieux en mesure d'influencer directement le taux des prêts à un jour aux courtiers en valeurs mobilières lorsque le taux d'intérêt qui se pratique sur le marché pour ce type de financement est considéré comme trop élevé. On trouvera au Tableau III de l'Annexe les chiffres des avances de la Banque du Canada aux membres de l'ACP ainsi que ceux de l'encours des pensions ordinaires et spéciales.

La Banque a effectué une fois en 1986 un nouveau type d'opération appelé «cession en pension spéciale». Essentiellement, la cession en pension spéciale est le contraire de la prise en pension spéciale. Ce type d'opération constitue pour la Banque un moyen de stabiliser directement les taux du financement à un jour lorsque ceux-ci sont l'objet, non pas de pressions à la hausse, mais de pressions à la baisse. Le 29 août 1986, la Banque a effectué avec les banques à charte des cessions en pension spéciales totalisant 150 millions de dollars.

Pour ajuster son portefeuille de bons du Trésor et d'obligations du gouvernement du Canada, la Banque conclut des opérations sur le marché ou modifie le montant des titres qu'elle achète à l'occasion du lancement des nouvelles émissions d'obligations négociables et des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor. En 1986, la Banque a essentiellement géré les modifications considérables de la composition de son portefeuille-titres par des opérations sur bons du Trésor.

À certaines occasions, la Banque a effectué des ventes nettes de bons sur le marché; cela a été le cas au début de février surtout, à un moment où elle tentait d'exercer des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme pour soutenir le cours du dollar, et ensuite pendant la période comprise entre la fin février et le mois de mai, où elle cherchait à atténuer le recul amorcé par les taux d'intérêt à court terme lorsque le dollar a commencé à se raffermir. Par la suite, la Banque a pu remplacer ces bons et elle a accru de 3,9 milliards de dollars son portefeuille de bons du Trésor à l'occasion d'adjudications hebdomadaires régulières. Les achats de bons effectués par la Banque dans le cadre des

adjudications ont été particulièrement élevés pendant la période où celle-ci vendait des montants considérables de bons sur le marché et vers la fin de l'année, lorsqu'une partie considérable des avances consenties aux banques lui a été remboursée. En règle générale, le gouvernement réduit le volume de bons du Trésor qu'il offre aux adjudications de novembre et de décembre, car ses comptes sont bien garnis pendant cette période, à cause des ventes d'obligations d'épargne du Canada. Compte tenu des résultats assez modestes de la dernière campagne, le montant des bons mis en adjudication à la fin de novembre et en décembre a été plus important qu'au cours des dernières années, et la Banque a pu alors regarnir son portefeuille sans difficulté. Elle a également acheté des obligations négociables à l'occasion de la plupart des nouvelles émissions; toutefois, ses ventes sur le marché ont été supérieures à ses achats, et son portefeuille d'obligations s'est contracté de 1,3 milliard de dollars au cours de l'année. La Banque a procédé à la plupart de ses ventes d'obligations au premier trimestre de 1986. Le Tableau IV de l'Annexe présente les chiffres mensuels des opérations nettes sur titres que la Banque a effectuées sur le marché, avec le gouvernement et avec d'autres clients.

La Banque participe en sa qualité d'agent financier aux accords bancaires du gouvernement du Canada. Au début d'avril, le gouvernement et les institutions financières ont mis en place de nouveaux mécanismes. C'est ainsi qu'ils ont aboli le système en vertu duquel le gouvernement déposait, à titre de rémunération pour la compensation de ses chèques et pour d'autres services bancaires, certains montants dans des comptes non productifs d'intérêts tenus par des membres adhérents de l'ACP et qu'ils ont adopté un nouveau système en vertu duquel chaque opération bancaire est rémunérée séparément. Dans le cadre de ce système de rémunération par service, le gouvernement touche un intérêt de base sur l'ensemble de ses dépôts à vue, qui sont répartis entre les institutions admissibles selon une formule, et place le reste de ses dépôts par voie d'adjudication. De cette façon, le gouvernement est en mesure de recevoir un taux d'intérêt plus élevé sur la portion de ses dépôts qui, selon ses calculs, excède ses besoins pendant de courtes périodes. La première adjudication de dépôts a eu lieu le 1er avril 1986, et les séances se font maintenant régulièrement, en général une fois par semaine si le gouvernement a des fonds excédentaires. Jusqu'ici le terme des dépôts a varié entre 3 et 28 jours, mais il est habituellement de 7 jours, et les montants adjugés varient entre 200 millions et 2,4 milliards de dollars. Le montant, l'échéance et la fréquence de ces adjudications sont décidés par le gouvernement, sur les conseils de la Banque, et tous les membres adhérents de l'ACP peuvent présenter des soumissions.

Par suite des révisions des accords bancaires du gouvernement, des modifications ont été apportées à la façon dont la Banque procède au règlement final du solde des opérations quotidiennes de compensation. Ces changements ont grandement accru l'efficacité du système des paiements. Le 16 juillet 1986, la Banque a institué, en réponse à une requête de l'ACP, une procédure visant à éliminer l'effet du délai normal d'un jour qui existait dans le règlement des opérations quotidiennes de compensation des chèques et autres effets de paiement entre les banques et les autres institutions de dépôt. Ainsi, les résultats des opérations quotidiennes de compensation sont maintenant inscrits dans les livres de la Banque du Canada de façon à ce que la date de règlement coïncide avec la date de l'échange des effets à compenser. Grâce à cette modification, les institutions financières ne sont plus tenues de contrôler et d'analyser les profils des encaissements et des décaissements de leurs clients afin de tenter d'évaluer et d'imputer les coûts que leur occasionne le processus de compensation des effets de paiement. De même, les principaux clients des institutions financières n'ont plus besoin de faire ajuster les dates et le cheminement de leurs paiements pour réduire le plus possible les frais occasionnés par la compensation des effets.

La gestion de la dette publique

En sa qualité d'agent financier, la Banque du Canada gère les opérations de financement de l'État canadien sur les marchés canadiens et aide le gouvernement à contracter des emprunts sur les marchés étrangers. En 1986, le Trésor fédéral a recueilli sur les marchés intérieurs un financement net d'environ 17 milliards de dollars, ce qui représente une diminution de plus de 12 milliards de dollars par rapport à 1985. Le financement obtenu par vente de titres au public, banques exclues, est tombé de 30,6 milliards de dollars en 1985 à 11,6 milliards de dollars l'an dernier.

Parmi les facteurs qui ont contribué à cette baisse substantielle des emprunts, il convient de mentionner la diminution d'environ 8 milliards de dollars des besoins de financement du Trésor fédéral et les prélèvements de 2,3 milliards de dollars faits par le Trésor sur son encaisse. En outre, les opérations de change effectuées au cours de l'année ont produit 2,3 milliards de dollars canadiens.

Cette diminution des besoins de financement a en quelque sorte facilité l'application d'une politique visant à réduire la part du financement constituée d'emprunts à assez long terme et à taux fixes ainsi que la proportion très grande des obligations d'épargne du Canada. L'échéance moyenne des titres négociables émis par le gouvernement sur le marché canadien, c'est-à-dire de l'ensemble des obligations négociables et des bons du Trésor en circulation, est passée de cinq ans et six mois à cinq ans et un mois en 1986. Cela s'explique par une réduction des emprunts obligataires à dix ans ou plus et par une augmentation de la proportion du financement obtenu par émission de bons du Trésor.

Si l'accroissement de l'encours des titres négociables du Trésor s'est ralenti en 1986 par rapport à 1985, le nombre des nouvelles émissions, lui, est resté le même pour ces deux années, soit 19. Abstraction faite des quelque 3 milliards de dollars d'obligations arrivées à échéance et remboursées en 1986, ces émissions ont rapporté 11,3 milliards de dollars pendant l'année. Près des deux tiers des nouveaux emprunts obligataires avaient des échéances de moins de dix ans. Ce pourcentage relativement élevé des emprunts à assez court terme a été atteint pendant que le gouvernement utilisait de plus en plus la technique des adjudications pour placer des titres dont l'échéance varie de deux à cinq ans. Le Trésor s'est procuré, par le programme maintenant bien établi des adjudications trimestrielles d'obligations à deux ans, 675 millions de dollars d'argent frais en 1986; en outre, quatre séances d'adjudication additionnelles d'obligations à court et à moyen terme ont rapporté 2 milliards de dollars. En 1985, le financement net obtenu par voie d'émission de titres négociables avait été de 13,4 milliards de dollars. On trouvera au Tableau V de l'Annexe les renseignements relatifs au programme d'émission d'obligations négociables réalisé en 1986.

À la fin de l'année, l'encours des bons du Trésor était de 69,7 milliards de dollars, ce qui représentait une augmentation de 10,3 milliards de dollars pour l'année et de 20 milliards de dollars par rapport à 1984. Le marché des bons du Trésor est devenu une source de financement très souple et très importante pour l'État canadien. Certes, le montant des bons mis en adjudication a été augmenté à la plupart des sessions hebdomadaires de vente de bons à trois et à six mois et des sessions bimensuelles de vente de bons à un an, mais l'ampleur de ces augmentations et le montant brut des émissions ont varié considérablement en fonction des besoins ponctuels du Trésor. Par exemple, vers le début de 1986, comme les comptes du Trésor étaient très bien garnis par suite des fortes ventes d'obligations d'épargne du Canada de la campagne de l'automne 1985, l'encours des bons du Trésor a été réduit du montant considérable de 950 millions de dollars par semaine, soit de près de 6 milliards de dollars pour la période de deux

mois comprise entre décembre 1985 et février 1986. L'État canadien a alors augmenté les chiffres du programme d'emprunt des prochains mois, car il devait trouver une source de capitaux frais pour compenser les sorties de fonds engendrées par les remboursements massifs d'obligations d'épargne du Canada; à la mi-février, l'augmentation de l'encours des bons du Trésor était de 800 millions de dollars par semaine. Cette utilisation dynamique du programme d'émission de bons du Trésor signifie que le gouvernement est maintenant en mesure de réduire ses encaisses de transaction ainsi que ses coûts de financement.

Dans le cadre des opérations de gestion de la trésorerie, l'État canadien a de nouveau émis cette année des bons à court terme spéciaux en octobre et au début de novembre afin de regarnir ses comptes pour la première semaine de novembre. À cette époque de l'année, en effet, le montant des sorties de fonds liées aux paiements d'intérêts et au remboursement des obligations d'épargne du Canada échues est considérable, et le gouvernement ne reçoit généralement le produit des ventes de la nouvelle émission qu'après la clôture de la campagne. Ce décalage dans les flux de fonds est devenu assez important au cours des dernières années avec l'accroissement marqué du volume des obligations d'épargne du Canada qui arrivent à échéance. Trois émissions spéciales de bons du Trésor de 750 millions de dollars chacune et une émission spéciale de 500 millions de dollars ont été vendues en 1986, contre trois émissions de 500 millions de dollars chacune en 1985.

À la clôture de la campagne de vente de 1985, l'encours des obligations d'épargne du Canada avait atteint le niveau record de plus de 50 milliards de dollars. Au début de 1986, il s'est produit une vague de remboursements hâtifs d'obligations de l'émission de 1985, laquelle s'est accentuée sensiblement en février à mesure que les taux d'intérêt servis sur des placements concurrents devenaient plus attrayants. Le 17 février 1986, le gouvernement a annoncé qu'il portait à 10 % pour la période de quatre mois allant du 1er mars au 30 juin 1986 le taux de toutes les émissions d'obligations d'épargne du Canada dont le rendement était inférieur à ce taux. Cette mesure a entraîné une diminution substantielle des remboursements, et, en juillet, les pressions engendrées par les taux de rendement des autres formes de placement s'étaient considérablement atténuées, de sorte que les remboursements n'ont pas été anormalement élevés de juillet à octobre.

L'émission d'obligations d'épargne du Canada de 1986-1987, la 41e depuis la création de ces titres, est assortie d'un taux d'intérêt de 7¾ % pour la première année, qui a commencé le 1er novembre 1986, et d'un taux minimum de 5¾ % pour les six années restantes. Les ventes totales réalisées durant cette campagne ont rapporté 9,2 milliards de dollars; de ce chiffre, environ 1,8 milliard de dollars ont été souscrits par le biais du Mode d'épargne sur le salaire. Déduction faite du remboursement des obligations échues des émissions de 1977 et de 1979 et des obligations d'autres émissions encaissées en octobre et en novembre, les ventes de la campagne de 1986 se chiffrent à environ 5,4 milliards de dollars. Toutefois, les remboursements d'obligations d'épargne du Canada qui ont été effectués de janvier à octobre ont largement excédé ce montant net, et l'encours des obligations d'épargne a diminué de 4,4 milliards de dollars sur l'ensemble de 1986.

Le tableau de la page 41 montre les variations enregistrées en 1985 et en 1986 par l'encours des titres en dollars canadiens du Trésor. On y trouvera, en plus de la variation globale de l'encours de ces titres, une ventilation de ce chiffre par catégorie de détenteurs.

Au chapitre du financement extérieur, le Trésor a contracté en Europe, en 1986, trois nouveaux emprunts obligataires qui ont rapporté au total l'équivalent de 1,9 milliard de dollars É.-U., et il a lancé aux États-Unis un nouveau programme d'émission de billets à court terme en dollars É.-U. En outre, il a fait à l'occasion des tirages sur les marges de crédit renouvelables mises à sa disposition par les banques. Il a procédé à des remboursements totalisant l'équivalent de 700 millions de dollars É.-U. environ, dont le remboursement anticipé d'emprunts en yen équivalant à 380 millions de dollars É.-U. et le remboursement d'un emprunt obligataire de 300 millions de dollars É.-U. arrivé à échéance. Le Tableau V de l'Annexe renferme des renseignements détaillés sur ces emprunts et remboursements.

Au début de l'année, l'État canadien a

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1985 et en 1986

En milliards de dollars (valeur nominale)

	1985	1986
Bons du Trésor	+ 9,7	+10,3
Obligations négociables	+13,3	+11,3
Obligations d'épargne du Canada	+ 6,2	− 4,4
Total	+29,2	,2
Ventilation par détenteur :		
Banque du Canada		
Bons du Trésor	+ 0,5	+ 3,9
Obligations négociables	− 2,0	− 1,3
Total	− 1,5	+ 2,6
Banques à charte		
Bons du Trésor	− 0,3	+ 2,5
Obligations négociables	+ 0,3	0,0
Total	0,0	+ 2,5
Comptes du gouvernement		
Bons du Trésor	0,0	− 0,1
Obligations négociables	+ 0,2	+ 0,6
Total	+ 0,2	+ 0,5
Public		
Bons du Trésor	+ 9,6	+ 4,0
Obligations négociables	+14,8	+12,0
Obligations d'épargne du Canada	+ 6,2	− 4,4
Total	+30,6	+11,6
Nota :		
Encaisse du gouvernement du Canada	+ 2,3	− 2,3

beaucoup emprunté sur les marchés extérieurs, car l'affaiblissement du dollar canadien avait nécessité un recours accru aux réserves du Fonds des changes. Il a contracté deux nouveaux emprunts en Europe pour livraison en février et utilisé à plusieurs reprises les marges de crédit renouvelables en dollars É.-U. mises à sa disposition par le consortium des banques canadiennes et le consortium des banques étrangères. Les deux recours au marché européen consistaient, l'un, en une émission de 80 milliards de yen d'obligations à cinq ans (soit l'équivalent de 415 millions de dollars É.-U.), et l'autre, en une émission de 1 milliard de dollars É.-U. d'obligations à dix ans. La dette en euro-yen assortie d'un taux fixe a été convertie, par voie de swap, en une dette en dollars É.-U. assortie d'un taux d'intérêt variable. Les tirages effectués sur les marges de crédit totalisaient à la fin de février 2 850 millions de dollars É.-U. À mesure que le dollar canadien se raffermissait, l'encours de ces emprunts à court terme a été réduit et, à la fin de juillet, les tirages avaient été complètement remboursés.

Un deuxième emprunt a été contracté en juillet sur le marché de l'euro-yen. Il consistait en une émission de 80 milliards de yen d'obligations 5⅝ % à sept ans. Une partie du produit de cette opération a été consacrée au remboursement anticipé de deux emprunts consortiaux en yen conclus avec des banques et des sociétés d'assurance japonaises en 1979. Ces emprunts, qui totalisaient environ 60 milliards de yen, portaient intérêt aux taux de 7,1 % et de 7,5 %. Le solde du nouvel emprunt obligataire, qui représentait 20 milliards de yen, a été converti par voie de swap en une dette en dollars É.-U. à taux d'intérêt variable.

Au mois d'août, le Trésor a fait un usage modeste de la marge de crédit du consortium des banques canadiennes, mais à la fin de septembre tous les tirages effectués avaient été remboursés. Aucun autre tirage n'a été effectué au cours des trois derniers mois de l'année.

Au début d'octobre, le Trésor a lancé sur le marché monétaire américain un programme d'émission de billets à court terme dans le but de s'assurer, à un coût avantageux, un accès continu à une source de financement à court terme en dollars É.-U. En vertu de ce programme, qui est géré par la Banque au nom du gouvernement, le Canada émet sur le marché américain des titres appelés «bons du Canada», dont l'échéance ne dépasse pas 270 jours. En fin d'année, l'encours de ces bons était de 934 millions de dollars É.-U.

La renégociation de la marge de crédit du consortium des banques américaines et des autres banques étrangères s'est terminée en novembre. Les commissions d'engagement et le coût des emprunts ont été réduits, et l'échéance de l'entente a été reportée à 1994.

Les opérations de change

Au cours du premier trimestre de 1986, le dollar canadien a été l'objet de pressions à la baisse considérables. Le 4 février 1986, il enregistrait le plus bas niveau de son histoire en cotant 0,6913 dollar É.-U. Dans les jours suivants, des interventions énergiques des autorités sur le marché des changes et sur le marché intérieur des titres inversaient largement la tendance à la baisse du dollar. À l'appui de ces interventions, le ministre des Finances annonça l'intention du gouvernement canadien de contracter de nouveaux emprunts à l'étranger pour augmenter les réserves de change. À la fin de février, notre dollar subissait une nouvelle chute qui s'est poursuivie au début de mars, mais il s'est de nouveau redressé rapidement. Pendant les trimestres suivants, le dollar canadien a fluctué dans une fourchette assez étroite, dont le point central était juste au-dessus de 0,72 dollar É.-U. Sur l'ensemble de l'année, le dollar canadien s'est apprécié de 1,3 % par rapport à la devise américaine, tandis que son cours moyen pondéré en fonction des échanges commerciaux diminuait de 2,0 % par rapport aux grandes monnaies.

Au début de 1987, le dollar canadien s'est apprécié sensiblement par rapport au dollar É.-U. pour coter plus de 0,7450 dollar É.-U. à la fin de janvier. Quant au cours moyen pondéré en fonction des échanges commerciaux, il a augmenté dans des proportions moindres car les dollars canadien et américain ont continué de perdre du terrain par rapport aux devises d'outre-mer.

Les opérations de change que la Banque du Canada a effectuées sur le marché en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances ont encore visé pendant l'année à assurer un fonctionnement ordonné du marché des changes, en atténuant les trop fortes variations du taux de change. Ainsi, la Banque a effectué des achats et des ventes substantiels de devises étrangères à des fins de stabilisation. Les ventes officielles de devises faites en 1986 ont excédé les achats officiels, ce qui s'explique dans une large mesure par la faiblesse marquée que le dollar a manifestée au début de l'année.

Les réserves de change du Canada ont été augmentées au fur et à mesure des besoins au moyen de tirages sur les marges de crédit ouvertes par les banques canadiennes et étrangères. Ces tirages ont servi, avec les emprunts extérieurs à plus long terme d'un montant net équivalant à près de 1,2 milliard de dollars É.-U., à regarnir le compte du Fonds des changes en 1986. Plus récemment, le programme d'émission de titres libellés en dollars É.-U. appelés «bons du Canada» a fourni au gouvernement canadien une source additionnelle de fonds à court terme. Comme par les années passées, la composition des réserves a également été influencée par des transactions en DTS avec le FMI et des membres de cet organisme et par des ventes de quantités limitées d'or appartenant au Fonds des changes, lesquelles ont été réglées en dollars É.-U.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada équivalaient à 3 275,6 millions de dollars É.-U. à la fin de 1985 et à 4 095,6 millions de dollars É.-U. à la fin de 1986.

Taux de change

Cours de clôture du comptant, données journalières

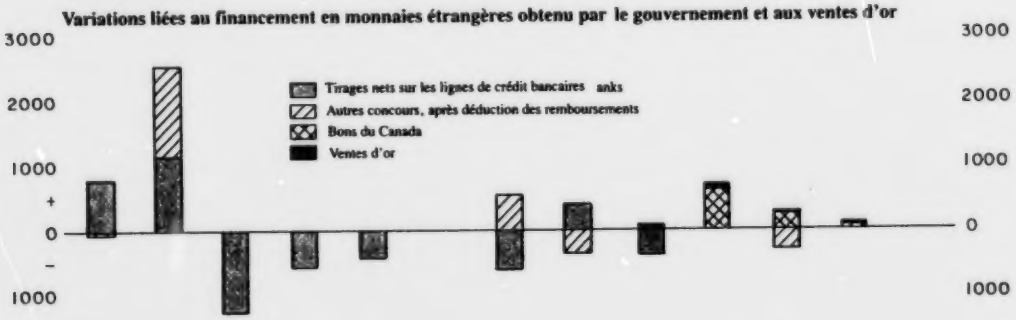
Variations des réserves officielles

Millions de dollars É.-U., données mensuelles

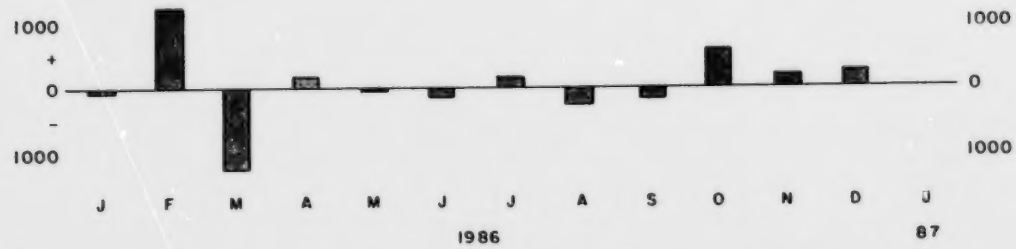
À l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours[1]

[1] La valeur en dollars É.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le dollar É.-U. baisse par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.

Variations liées au financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement et aux ventes d'or



Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 30 janvier 1987, celles des réserves officielles jusqu'au mois de décembre 1986.

La monnaie, le service de la dette et les opérations bancaires

En plus des activités qui ont été examinées dans les sections précédentes de ce Rapport, la Banque a un certain nombre de fonctions d'ordre opérationnel, qui entraînent le traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données. Ainsi, la Banque est chargée de l'émission des billets de banque et elle s'occupe de la gestion de la dette publique en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien. Bien que la Banque utilise de plus en plus les systèmes automatisés de traitement pour faire face à la charge de travail sans cesse croissante, environ la moitié de son personnel participe directement à l'exécution de ces fonctions.

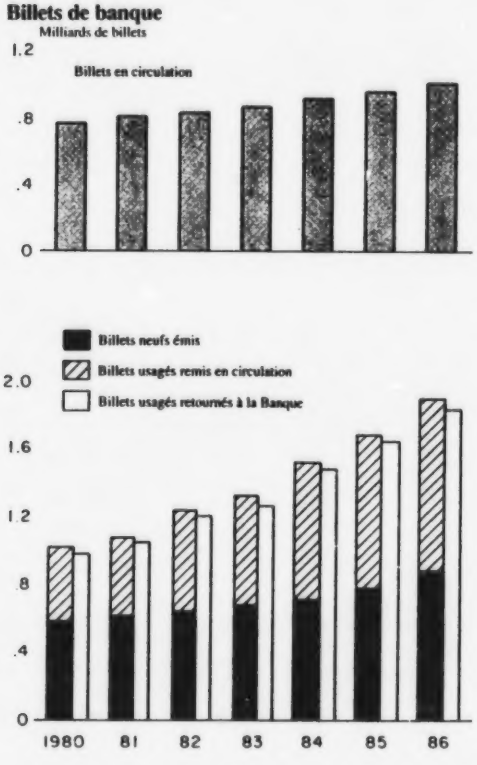
La Banque fournit également des services bancaires au gouvernement canadien et tient les comptes de dépôt des membres de l'Association canadienne des paiements ainsi que ceux d'un certain nombre de banques centrales étrangères et d'organismes internationaux. C'est également elle qui garde les «soldes non réclamés», c'est-à-dire les comptes qui ont été tenus dans des banques à charte et transférés à la banque centrale après avoir été inactifs pendant dix ans.

L'émission des billets de banque

La Banque met des billets de banque en circulation par l'entremise des institutions financières pour répondre à un accroissement de la demande et pour remplacer les billets qui sont devenus impropres à la circulation. Les billets en circulation comprennent les billets neufs et les billets en bon état qui ont été retournés à la Banque par les institutions ayant un surplus et qui sont remis en circulation.

Ces dernières années, le nombre de billets de banque en circulation a augmenté d'environ 5 % par année, mais le volume des billets traités par la Banque du Canada a augmenté beaucoup plus rapidement. Par exemple, le nombre total de billets mis en circulation par la Banque a augmenté de plus de 10 % en 1985 et en 1986, de même que le nombre de billets usagés retournés à la Banque par les institutions financières. Ce flux considérable de billets entre les institutions financières et la Banque du Canada s'explique en partie par l'utilisation croissante des guichets automatiques, dont le chiffre total dépasse les 4 000 au Canada. Tout comme dans les autres pays, la facilité accrue

Billets de banque



avec laquelle les gens ont accès aux billets de banque semble les avoir incités à effectuer davantage de paiements en espèces. Ce phénomène s'est traduit par une augmentation de la quantité de billets que les institutions financières demandent à la Banque du Canada pour alimenter leurs guichets automatiques et du volume des billets retournés par les institutions qui reçoivent de leurs clients plus de billets qu'elles n'en ont besoin. L'amélioration de la qualité des billets destinés aux guichets automatiques a aussi donné lieu à un accroissement du volume des opérations sur billets de banque; en effet, le nombre de billets usagés retirés de la circulation de même que le nombre de billets neufs émis par la banque centrale ont augmenté.

Pour être en mesure de traiter un volume accru de billets usagés et pour garantir la très bonne qualité des billets usagés remis en circulation, la Banque a entrepris de doter toutes ses Agences d'un équipement ultra-rapide de traitement des billets; ces machines comptent les billets, en vérifient l'authenticité et la coupure et les répartissent en billets réutilisables et en billets à détruire. À la fin de 1986, huit des neuf Agences de la Banque étaient équipées de ce type de machines.

La Banque a mis en circulation pendant l'année les deux premières coupures d'une nouvelle série de billets de banque. Le 28 avril, les Agences de la Banque mettaient des provisions du nouveau billet de 5 dollars à la disposition des succursales principales des banques à charte et des autres institutions financières; le 2 septembre, elles procédaient de la même façon pour lancer le billet de 2 dollars. À la fin de 1986, 105 millions de billets de 5 dollars de la nouvelle série avaient été mis en circulation, ce qui représentait les trois quarts du nombre total de billets neufs de 5 dollars mis en circulation au cours de l'année. Le nombre de billets de 2 dollars de la nouvelle série mis en circulation à ce moment-là était de 44 millions, soit plus du tiers du chiffre total des émissions.

L'émission des autres coupures de la nouvelle série s'échelonnera sur un certain nombre d'années. Les billets de cette série présentent de nouvelles particularités qui visent à combattre la contrefaçon, à permettre une utilisation plus efficace des trieuses ultra-rapides et à aider les aveugles et autres handicapés visuels à distinguer les diverses coupures.

La Banque ne modifiera pas le billet de 1 dollar dans le cadre de la nouvelle série. Cette décision a été prise après que le gouvernement canadien eut annoncé son intention de lancer vers le milieu de l'année 1987 une nouvelle pièce de 1 dollar destinée à la circulation. La Banque compte cesser d'émettre des billets de 1 dollar en 1989. Toutefois, il faut souligner que tous les billets émis par la Banque du Canada ont toujours cours légal et conservent leur pleine valeur nominale même s'ils cessent d'être utilisés sur une grande échelle.

Le service de la dette

Le nombre de certificats émis dans le cadre des émissions de bons du Trésor et d'obligations du gouvernement canadien a diminué en 1986, en raison surtout du fait que les résultats de la campagne de vente d'obligations d'épargne

du Canada ont été beaucoup plus faibles que ceux de l'année précédente. Toutefois, le nombre de certificats remboursés a continué de s'accroître, tout comme celui des versements d'intérêts faits directement par la Banque aux détenteurs de titres du gouvernement.

Les obligations d'épargne du Canada représentent plus de 80 % du volume global des certificats traités dans le cadre des nouvelles émissions et des remboursements de titres du gouvernement canadien et une proportion aussi élevée des paiements d'intérêts. Avec la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada, qui se déroule à l'automne, et les échéances du mois de novembre, le travail lié aux obligations d'épargne du Canada donne lieu chaque année à une période de pointe pour laquelle la Banque embauche du personnel temporaire.

Outre les avis habituels qu'elle envoie aux titulaires d'obligations d'épargne du Canada à intérêt régulier et d'obligations négociables du gouvernement entièrement nominatives qui arrivent à échéance, la Banque a envoyé en 1986 des avis aux 68 000 titulaires d'obligations d'épargne à intérêt composé arrivées à échéance pour les informer que leurs obligations ne produisaient plus d'intérêt et qu'ils devraient les encaisser. Cette mesure a eu pour effet d'accroître de façon notable le nombre de demandes de renseignements relatifs aux obligations échues de même que le nombre d'opérations de remplacement d'obligations perdues.

Les soldes non réclamés

En 1986, la Banque a reçu et traité 5 600 demandes de renseignements concernant des soldes non réclamés, soit une augmentation de 15 % par rapport à l'année précédente; le taux d'augmentation de ces requêtes avait été de plus de 30 % en 1984 et en 1985. À la fin de 1983, la Banque avait placé dans chacune de ses Agences des copies des registres centraux de tous les soldes conservés chez elle afin d'aider les propriétaires à les récupérer. Ces registres, qui sont mis à jour une fois par année, peuvent être consultés gratuitement par le public. Le nombre de paiements effectués par la Banque en réponse à des demandes a été de 2 500 en 1986, ce qui représente une augmentation d'environ 50 % par rapport à l'année précédente.

Tableaux en annexe

ANNEXE TABLEAU I

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles – En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Avances aux membres de l'ACP	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens			
						Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Gouvernement canadien	Autres
1986									
Janvier	– 212	+ 88	– 236	– 3	– 1 820	+ 1 387	+ 173	– 112	+ 10
Février	– 1 346	+ 201	+ 173	– 234	– 31	– 849	– 239	– 66	– 21
Mars	+ 161	– 262	+ 1 822	– 126	+ 340	– 94	– 99	+ 1 472	– 26
Avril	– 1 325	+ 295	– 367	+ 380	+ 138	+ 99	+ 301	– 1 592	+ 36
Mai	+ 1 422	– 281	– 381	+ 252	+ 222	+ 328	– 28	+ 497	– 7
Juin	– 274	+ 71	– 19	– 110	+ 740	– 356	– 187	– 502	– 28
Juillet	+ 901	– 86	– 409	– 198	– 67	+ 51	– 34	+ 265	– 9
Août	– 411	+ 82	+ 93	– 8	+ 113	– 86	– 80	– 261	+ 70
Septembre	+ 1 429	– 80	+ 71	– 46	– 156	+ 402	+ 21	+ 1 137	– 31
Octobre	+ 743	– 8	– 766	– 165	– 72	– 594	– 1	+ 483	– 12
Novembre	+ 1 112	– 10	– 1 607	+ 109	+ 211	+ 304	– 29	– 946	+ 64
Décembre	+ 344	+ 1 049	– 974	+ 393	+ 1 621	– 349	+ 237	– 640	– 57
Variation pour l'année	+ 2 544	+ 1 060	– 2 601	+ 243	+ 1 239	+ 245	+ 36	– 265	– 9

ANNEXE TABLEAU II

Réserves-encaisse des banques à charte et soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Réserves-encaisse des banques			
		Montant minimum requis : Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
1986					
Janvier	1–15	5 977	2 909	3 068	3 103
	16–31				3 149
Février	1–15	5 834	3 288	2 545	2 612
	16–28				2 595
Mars	1–15	5 288	2 796	2 492	2 555
	16–31				2 612
Avril	1–15	5 374	2 751	2 624	2 700
	16–30				2 734
Mai	1–15	5 359	2 819	2 540	2 578
	16–31				2 601
Juin	1–15	5 355	2 887	2 468	2 504
	16–30				2 508
Juillet	1–15	5 352	2 970	2 382	2 392
	16–31				2 413
Août	1–15	5 436	3 034	2 403	2 435
	16–31				2 456
Septembre	1–15	5 352	3 057	2 294	2 315
	16–30				2 332
Octobre	1–15	5 367	3 098	2 268	2 291
	16–31				2 369
Novembre	1–15	5 380	3 024	2 356	2 429
	16–30				2 416
Décembre	1–15	5 479	3 135	2 344	2 403
	16–31				2 434

Réserves-encaisse des banques			Soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements	
Somme des pondérations des jours de réserve de la période	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
15	526	0,024	125	22
16	1 291	0,056		
14	936	0,047	106	20
14	690	0,034		
14	891	0,046	125	20
17	2 048	0,087		
15	1 147	0,055	146	22
15	1 654	0,079		
15	566	0,027	124	21
15	916	0,044		
14	499	0,026	102	21
17	688	0,029		
15	151	0,007	104	22
16	492	0,022		
17	549	0,023	94	21
15	804	0,038		
14	289	0,015	90	21
15	558	0,027		
15	335	0,016	81	22
18	1 820	0,072		
14	1 026	0,053	92	19
14	842	0,043		
15	894	0,042	124	21
17	1 538	0,064		

ANNEXE TABLEAU III

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Avances aux banques à charte		Pensions		Avances aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP	
		Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[2]
1986							
Janvier	1–15	10	4 053,8	5	112,9	7	15,4
	16–31	12	3 847,6	8	186,7		
Février	1–15	10	3 970,9	8	303,9	9	15,7
	16–28	10	3 843,6	10	494,6		
Mars	1–15	10	4 457,4	10	556,3	10	29,3
	16–31	10	4 657,8	10	572,4		
Avril	1–15	11	4 845,9	11	536,8	7	23,7
	16–30	11	4 838,5	6	371,8		
Mai	1–15	11	4 733,2	3	26,0	8	16,0
	16–31	10	4 568,2	7	173,7		
Juin	1–15	10	4 355,4	2	21,0	10	15,6
	16–30	11	4 251,1	2	12,2		
Juillet	1–15	10	4 168,9	7	145,0	7	15,2
	16–31	12	4 031,8	8	104,1		
Août	1–15	11	3 928,1	1	0,6	11	17,6
	16–31	10	3 796,2	–	–		
Septembre	1–15	10	3 839,7	2	24,0	10	20,4
	16–30	11	3 852,3	2	73,9		
Octobre	1–15	10	3 661,6	4	61,5	6	7,9
	16–31	12	3 379,7	1	47,5		
Novembre	1–15	9	2 971,2	1	11,7	9	36,7
	16–30	10	1 923,0	3	65,5		
Décembre	1–15	11	1 071,6	8	249,8	9	13,8
	16–31	10	832,3	6	104,5		

[1] Pour obtenir les chiffres de ces colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques à charte et des pensions par le nombre de jours ouvrables compris dans la période de réserve.

[2] Pour obtenir les chiffres de cette colonne, on a divisé la somme des avances consenties pendant le mois aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP par le nombre de jours durant lesquels s'effectuent les opérations de compensation.

ANNEXE TABLEAU IV

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

	Opérations nettes* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques							
	Bons du Trésor	Obligations				Acceptations bancaires	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
		3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans			
1986								
Janvier	– 227,0	–	–	–	– 185,0	–	– 412,0	+ 105,2
Février	– 2 802,0	– 50,0	– 285,0	– 105,0	– 405,0	–	– 3 647,0	+ 537,2
Mars	– 1 226,0	– 65,0	– 30,5	– 89,0	– 190,0	–	– 1 600,5	– 19,3
Avril	– 2 375,0	–	–	– 185,0	– 200,0	–	– 2 760,0	– 699,8
Mai	– 1 777,0	–	–	–	–	–	– 1 777,0	+ 283,0
Juin	– 1 100,0	–	–	–	–	–	– 1 100,0	– 283,0
Juillet	– 140,0	–	–	–	– 14,0	–	– 154,0	+ 74,3
Août	– 505,0	–	–	–	–	–	– 505,0	– 74,3
Septembre	– 35,0	–	–	–	–	–	– 35,0	+ 648,8
Octobre	–	–	– 5,9	–	–	–	– 5,9	– 78,8
Novembre	– 235,0	–	–	–	–	–	– 235,0	– 155,4
Décembre	–	– 0,2	–	+ 0,2	–	–	–	– 414,6
Total	– 10 422,0	– 115,2	– 321,4	– 378,8	– 994,0	–	– 12 231,4	– 76,7

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (–) le contraire.

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU IV (suite)

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients				Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires			
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients		Bons	Obligations	Acceptations bancaires	Total
Bons	Obligations	Bons	Obligations				
+ 455,8	–	– 350,1	+ 1,3	– 31,1	– 168,7	–	– 199,8
+ 1 950,7	+ 85,0	– 279,5	–	– 621,1	– 732,5	–	– 1 353,6
+ 1 889,1	– 87,3	– 22,3	+ 7,5	+ 657,0	– 489,8	–	+ 167,2
+ 2 435,5	+ 200,0	– 528,8	+ 1,5	– 1 161,1	– 190,5	–	– 1 351,6
+ 3 145,9	+ 75,0	– 268,6	+ 1,3	+ 1 383,3	+ 76,3	–	+ 1 459,6
+ 1 364,5	–	– 287,3	+ 10,4	– 305,8	+ 10,4	–	– 295,4
+ 1 112,9	+ 150,0	– 287,7	–	+ 759,5	+ 136,0	–	+ 895,5
+ 340,4	+ 5,0	– 181,1	+ 1,0	– 420,0	+ 6,0	–	– 414,0
+ 963,9	+ 75,0	– 197,8	+ 4,3	+ 1 363,8	+ 95,4	–	+ 1 459,2
+ 824,2	– 49,7	+ 88,2	–	+ 849,7	– 71,7	–	+ 778,0
+ 1 438,9	–	+ 94,6	–	+ 1 143,1	–	–	+ 1 143,1
+ 948,1	+ 37,9	– 244,0	+ 0,3	+ 289,5	+ 38,2	–	+ 327,7
+ 16 869,9	+ 490,9	– 2 464,4	+ 27,6	+ 3 906,8	– 1 290,9	–	+ 2 615,9

ANNEXE TABLEAU V

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1986	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
1er févr.	12½ % 1er févr. 1986				6[1]
6 févr.	9¼ % 15 déc. 1988	2 ans, 10 mois et 9 jours	9,82	175[2]	
	9¾ % 1er mai 1991	5 ans, 2 mois et 23 jours	9,92	300	
	10¼ % 1er mars 1996	10 ans et 23 jours	10,24	350	
				825	
26 févr.	10 % 26 févr. 1990	4 ans	10,12	500	
6 mars	10½ % 6 mars 1986				350[3]
	9¾ % 6 mars 1988	2 ans	9,98	550	
15 mars	10 % 15 mars 1986				625[4]
	9¼ % 15 déc. 1988	2 ans et 9 mois	9,92	175[5]	
	9¾ % 1er mai 1991	5 ans, 1 mois et 17 jours	9,71	325[6]	
	9¾ % 1er mars 2010	23 ans, 11 mois et 17 jours	9,77	325	
				825	
10 avril					173[7]
	9¼ % 15 avril 1989	3 ans et 5 jours	9,24	125[8]	
	9¼ % 1er mars 1991	4 ans, 10 mois et 21 jours	9,18	175[9]	
	9¼ % 1er mai 1996	10 ans et 21 jours	9,28	475	
	9½ % 1er juin 2010	24 ans, 1 mois et 21 jours	9,44	325	
				1 100	
28 avril	8½ % 1er juillet 1989	3 ans, 2 mois et 3 jours	8,62	125	
	8½ % 1er juillet 1991	5 ans, 2 mois et 3 jours	8,64	225	
	8¾ % 1er juin 1996	10 ans, 1 mois et 3 jours	8,82	425	
	8¾ % 1er octobre 2010	24 ans, 5 mois et 3 jours	8,88	325	
				1 100	
1er mai	14½ % 1er mai 1986				9[10]
22 mai	8½ % 1er juillet 1989	3 ans, 1 mois et 10 jours	8,30	175[11]	
	8½ % 1er juillet 1991	5 ans, 1 mois et 10 jours	8,52	325[12]	
	8¾ % 1er juin 1996	10 ans et 10 jours	8,82	400[13]	
				900	
1er juin	15¼ % 1er juin 1986				5[14]
6 juin	13 % 6 juin 1986				375[15]
	8½ % 6 juin 1988	2 ans	8,60	550	
12 juin	8½ % 1er juillet 1991	5 ans et 19 jours	8,90	500[16]	
1er juill.	14¼ % 1er juillet 1986				5[17]
3 juill.	8½ % 1er juillet 1989	2 ans, 11 mois et 29 jours	8,88	150[18]	
	8½ % 1er juillet 1991	4 ans, 11 mois et 29 jours	8,97	350[19]	
	9 % 1er mars 2011	24 ans, 7 mois et 29 jours	9,21	325	
				825	

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU V (suite)

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien: émissions et remboursements

Date en 1986	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
24 juill.	8½ % 1er juillet 1989	2 ans, 11 mois et 8 jours	8,59	175[20]	
	8½ % 1er juillet 1991	4 ans, 11 mois et 8 jours	8,65	300[21]	
	8¾ % 1er juin 1996	9 ans, 10 mois et 8 jours	8,76	350[22]	
				825	
11 août	9 % 1er août 1990	3 ans, 11 mois et 21 jours	9,04	500	
2 sept.	8½ % 1er juillet 1989	2 ans, 9 mois et 29 jours	8,81	100[23]	
	8¾ % 15 déc. 1991	5 ans, 3 mois et 13 jours	8,83	400	
	9 % 1er mars 2011	24 ans, 5 mois et 29 jours	8,99	325[24]	
				825	
5 sept.	12¼ % 5 sept. 1986				400[25]
	8¾ % 5 sept. 1988	2 ans	8,87	550	
1er oct.	8 % 1er oct. 1986				410[26]
	18 % 1er oct. 1986				7[27]
	8½ % 1er juillet 1989	2 ans et 9 mois	8,90	125[28]	
	8¾ % 15 déc. 1991	5 ans, 2 mois et 14 jours	9,01	400[29]	
	8¾ % 1er juin 1996	9 ans et 8 mois	9,06	375[30]	
				900	
23 oct.	8½ % 1er juillet 1989	2 ans, 8 mois et 9 jours	9,00	250[31]	
	8¾ % 15 déc. 1991	5 ans, 1 mois et 23 jours	9,02	300[32]	
	9 % 1er mars 2011	24 ans, 4 mois et 9 jours	9,24	300[33]	
				850	
12 nov.	8¾ % 15 déc. 1991	5 ans, 1 mois et 3 jours	9,03	500[34]	
5 déc.	10¾ % 5 déc. 1986				450[35]
	8½ % 5 déc. 1988	2 ans	8,73	600	
15 déc.	10 % 15 déc. 1986				200[36]
	8½ % 1er juillet 1989	2 ans, 6 mois et 17 jours	8,43	75[37]	
	8¾ % 1er févr. 1994	7 ans, 1 mois et 17 jours	8,72	250	
	8¾ % 1er juin 1996	9 ans, 5 mois et 17 jours	8,76	425[38]	
	9 % 1er mars 2011	24 ans, 2 mois et 17 jours	8,95	350[39]	
				1 100	
	Ensemble des obligations en dollars canadiens			14 325[40]	3 014[40]
	Ensemble des bons du Trésor*			178 350	168 050
Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement					
20 févr.	80 000 millions de yen obligations à 6¼ % échéant le 20 février 1991	5 ans		614[41][42]	
27 févr.	1 000 millions de dollars É.-U. obligations à 9 % échéant le 27 février 1996	10 ans		1 410[43]	

Date en 1986	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
20 mars					8[44]
15 avril					1[45]
23 juill.	80 000 millions de yen obligations à 5¾ % échéant le 23 juillet 1993	7 ans		709[41][46]	
15 oct.					1[45]
3 nov.	300 millions de dollars É.-U. obligations à 16¼ % échéant le 3 novembre 1986				416[47]
	Ensemble des obligations en monnaies étrangères			2 733	426
	Ensemble des bons du Canada**			1 528	238

* Comprend les bons du Trésor à 10 jours, 24 jours, 31 jours, 38 jours, 3 mois, 6 mois et 1 an.

** Les bons du Canada sont des billets à court terme libellés en dollars É.-U. dont l'échéance ne dépasse pas 270 jours.

(1) Échéance d'obligations 12½ % émises le 1er février 1981

(2) En plus des 125 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 15 déc. 1988 déjà en circulation

(3) Échéance d'obligations 10½ % émises le 6 mars 1984

(4) Échéance d'obligations 10 % émises le 22 févr. 1983, le 15 mars 1983, le 27 avril 1983, le 15 oct. 1983 et le 8 nov. 1983

(5) En plus des 300 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 15 déc. 1988 déjà en circulation

(6) En plus des 300 millions de dollars d'obligations 9¾ % échéance 1er mai 1991 déjà en circulation

(7) Annulation de 22,5 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er oct. 2003; de 19,1 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er oct. 1995; de 18,1 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 15 oct. 1999; de 29,3 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 15 juin 1994; de 30,0 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 15 mai 1997; de 7,5 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 1er févr. 2002; de 32,5 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er oct. 2001; et de 12,5 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 15 déc. 2000

(8) En plus des 150 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 15 avril 1989 déjà en circulation

(9) En plus des 375 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er mars 1991 déjà en circulation

(10) Échéance d'obligations 14½ % émises le 1er mai 1981

(11) En plus des 125 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1989 déjà en circulation

(12) En plus des 225 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1991 déjà en circulation

(13) En plus des 425 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 1er juin 1996 déjà en circulation

(14) Échéance d'obligations 15¼ % émises le 1er juin 1981 et le 31 juillet 1981

(15) Échéance d'obligations 13 % émises le 6 juin 1984

(16) En plus des 550 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1991 déjà en circulation

(17) Échéance d'obligations 14¼ % émises le 1er juillet 1981

(18) En plus des 300 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1989 déjà en circulation

(19) En plus des 1 050 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1991 déjà en circulation

(20) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1989 déjà en circulation

(21) En plus des 1 400 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1991 déjà en circulation

(22) En plus des 825 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 1er juin 1996 déjà en circulation

(23) En plus des 625 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1989 déjà en circulation

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU V (suite)

(24) En plus des 325 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er mars 2011 déjà en circulation
(25) Échéance d'obligations 12¼ % émises le 5 septembre 1984
(26) Échéance d'obligations 8 % émises le 1er avril 1977
(27) Échéance d'obligations 18 % émises le 15 octobre 1981
(28) En plus des 725 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1989 déjà en circulation
(29) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 15 déc. 1991 déjà en circulation
(30) En plus des 1 175 millions de dollars d'obligations 8¼ % échéance 1er juin 1996 déjà en circulation
(31) En plus des 850 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1989 déjà en circulation
(32) En plus des 800 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 15 déc. 1991 déjà en circulation
(33) En plus des 650 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er mars 2011 déjà en circulation
(34) En plus des 1 100 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 15 déc. 1991 déjà en circulation
(35) Échéance d'obligations 10¾ % émises le 5 décembre 1984
(36) Échéance d'obligations 10 % émises le 15 décembre 1983 et le 1er février 1984
(37) En plus des 1 100 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juill. 1989 déjà en circulation
(38) En plus des 1 550 millions de dollars d'obligations 8¼ % échéance 1er juin 1996 déjà en circulation
(39) En plus des 950 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er mars 2011 déjà en circulation
(40) Ne comprend pas les obligations du CN.
(41) Émis sur le marché des euro-yen
(42) Converti, par voie de swap, en un emprunt en dollars É.-U. à un taux d'intérêt variable égal au LIBOR à 6 mois, diminué d'environ 55 points de base
(43) Émis sur le marché des euro-dollars É.-U.
(44) Annulation de 12,0 millions de FS d'obligations 3⅜ % échéance 20 mars 1989
(45) Rachat partiel par le Fonds d'amortissement, à la valeur nominale, de 0,8 million de dollars É.-U. de titres à 5 % échéance 15 octobre 1987
(46) Emprunt de 20 000 millions de yen converti, par voie de swap, en un emprunt en dollars É.-U. à un taux d'intérêt variable égal au LIBOR à 6 mois, diminué d'environ 54 points de base
(47) Échéance de 300 millions de dollars É.-U. d'obligations 16¼ % émises le 3 novembre 1981

BANQUE DU CANADA État des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1986 (avec chiffres comparatifs pour 1985)

	1986	1985
	(en milliers de dollars)	
REVENUS		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit $6 601 ($4 552 en 1985)	$2 092 189	$2 027 447
DÉPENSES		
Traitements[1]	$ 62 234	$ 57 018
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel[2]	7 040	8 073
Autres frais de personnel[3]	1 411	1 564
Honoraires des administrateurs	109	70
Honoraires et frais des vérificateurs	740	380
Impôts municipaux et taxes d'affaires	8 161	7 496
Coût des billets de banque	32 561	33 007
Informatique	5 745	5 142
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location[4]	14 805	12 585
Impression des publications	541	459
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2 119	1 831
Postes et messageries	2 158	2 106
Télécommunications	1 574	1 817
Déplacements et mutations	2 009	2 112
Autres dépenses	2 067	1 770
	143 274	135 430
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	12 449	11 986
	155 723	147 416
REVENU NET PAYABLE AU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	$1 936 466	$1 880 031

(1) Traitements y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employé utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 289 en 1986, contre 2 215 en 1985.
(2) Contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés, autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles.
(3) Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.
(4) Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1986
(avec chiffres comparatifs pour 1985)

ACTIF	1986	1985
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	$ 314 896	$ 533 581
Autres devises	8 159	35 723
	323 055	569 304
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (note 2)	867 531	3 468 756
Placements, à leurs valeurs amorties (note 3) :		
Bons du Trésor du Canada	7 803 859	3 983 915
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	2 969 430	3 459 594
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	7 437 840	8 223 748
Autres placements	1 024 157	2 633
	19 235 286	15 669 890
Immeubles de la Banque (note 4)	138 472	118 471
Chèques tirés sur les membres de l'Association canadienne des paiements (note 8)	—	767 344
Intérêts courus sur placements	323 363	345 224
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement :		
Gouvernement du Canada (montant net) (note 8)	—	145 771
Autres éléments de l'actif	57 008	49 830
	$20 944 715	$21 134 590

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

PASSIF	1986	1985
	(en milliers de dollars)	
Capital versé (note 5)	$ 5 000	$ 5 000
Fonds de réserve (note 6)	25 000	25 000
Billets en circulation	17 911 360	16 671 992
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	48 647	313 416
Banques à charte	2 446 039	2 201 122
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	241 211	205 528
Autres dépôts	159 132	168 238
	2 895 029	2 888 304
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	86 992	371 943
Autres	27	27
	87 019	371 970
Chèques de la Banque du Canada non compensés (note 8)	11 351	935 793
Autres éléments du passif (note 7)	9 956	236 531
	$20 944 715	$21 134 590

Le Gouverneur, **G. K. BOUEY** — Le Comptable en Chef, **J. E. H. CONDER**

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1986, ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1986, ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

ARTHUR ANDERSEN & CO. — **ERNST & WHINNEY**

Ottawa, Canada, le 15 janvier 1987.

BANQUE DU CANADA
Notes complémentaires aux états financiers au 31 décembre 1986

1. Principales conventions comptables

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont comptabilisés selon la méthode d'exercice; toutefois, les intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée ne sont comptabilisés que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût moins l'amortissement accumulé. L'amortissement est calculé selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements

Les avances au 31 décembre 1986 incluent des prêts d'un montant total de $790 831 007 ($1 575 555 885 en 1985) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, dont la liquidation a été ordonnée par les tribunaux. Les liquidateurs nommés par les tribunaux ont été également mandatés par la Banque du Canada pour réaliser les portefeuilles de prêts cédés en garantie des avances consenties.

Pour que la réalisation des portefeuilles de prêts rapporte le plus possible, il se pourrait que les liquidations s'étalent sur plusieurs années. En se basant sur les renseignements disponibles au 31 décembre 1986, la Banque du Canada est d'avis que les avances consenties seront intégralement recouvrées avec les fonds provenant des opérations de réalisation.

3. Placements

Les placements incluent les titres du gouvernement du Canada détenus en vertu de prises en pension. Au 31 décembre 1986, la Banque du Canada ne détenait aucun titre en pension ($75 145 489 en 1985).

4. Immeubles de la Banque

(en milliers de dollars)

	1986			1985
	Coût	Amortissement accumulé	Net	Net
Terrains et bâtiments	$138 572	$53 820	$ 84 752	$63 200
Équipement informatique	26 436	17 678	8 758	9 721
Autre équipement	34 964	20 411	14 553	13 112
	199 972	91 909	108 063	86 033
Projets en cours	30 409		30 409	32 438
	$230 381	$91 909	$138 472	$118 471

5. Capital

La Banque a un capital autorisé de $5 000 000 divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de $50 chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la Loi sur la Banque du Canada, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve

Le fonds de réserve établi en vertu de la Loi sur la Banque du Canada représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit $25 000 000. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Autres éléments du passif

Au 31 décembre 1986, la totalité du revenu net avait été versée au Receveur général du Canada. (En 1985, un revenu net de $230 031 132 a été versé au Receveur général du Canada après la fin de l'exercice.)

8. Mode de règlement des opérations journalières de compensation des chèques et des autres effets de paiement

En réponse à une requête de l'Association canadienne des paiements, la Banque du Canada a pris certaines mesures en 1986 en vue d'éliminer le retard d'un jour avec lequel se faisait le règlement, entre banques et autres institutions de dépôt, des opérations journalières de compensation des chèques et des autres effets de paiement. Comme on peut le voir aux rubriques pertinentes de l'État de l'actif et du passif, ces mesures ont entraîné une diminution substantielle du montant des effets de paiement en cours de règlement, voire l'élimination de certaines catégories d'effets. Les chiffres pour 1985 reflètent un décalage d'un jour dans les règlements.

9. Passif éventuel

La Banque du Canada a convenu avec la Banque des Règlements Internationaux de participer à une initiative internationale dont le but est de fournir des facilités de crédit au Fonds monétaire international. En vertu de cet accord, qui expire en juin 1988, l'engagement éventuel de la Banque se limite à effectuer au besoin des dépôts à la Banque des Règlements Internationaux pour le financement des prêts accordés dans le cadre de cette initiative. Le montant maximal pour lequel la Banque s'est engagée est de 176 407 186 de DTS ($297 884 147 au taux de change en vigueur le 31 décembre 1986).

En 1986, la Banque du Canada a également participé à une initiative internationale visant à octroyer une facilité de crédit à court terme à la Banque du Mexique par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux. En vertu de cet accord, l'engagement éventuel de la Banque se limite à effectuer des dépôts à la Banque des Règlements Internationaux pour le cas où les versements liés au remboursement de la facilité de crédit ne seraient pas effectués. Au 31 décembre 1986, l'engagement éventuel de la Banque du Canada eu égard à la fraction non remboursée du principal était de $É.-U. 16 356 635 (soit $22 580 334 au taux de change en vigueur le 31 décembre 1986); un remboursement effectué le 5 janvier 1987 par la Banque du Mexique a ramené l'engagement éventuel de la Banque du Canada à $É.-U. 10 160 923 ($13 961 108 au taux de change en vigueur le 5 janvier 1987).

Conseil d'administration

G. K. Bouey	OTTAWA Gouverneur *Membre du Comité de direction*
J. W. Crow	OTTAWA Premier sous-gouverneur *Membre du Comité de direction*
L. Cholakis	WINNIPEG (MANITOBA)
Gail C. A. Cook	TORONTO (ONTARIO) *Membre du Comité de direction*
E. F. Crease	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE) *Membre du Comité de direction*
Y. L. Duhaime	ST-JEAN-DES-PILES (QUÉBEC) *Membre du Comité de direction*
B. R. Heidecker	CORONATION (ALBERTA)
F. E. Hyndman	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
H. W. Lane	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
C. LeBon	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
A. A. LeBouthillier	CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)
L. M. Little, c.r.	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
J. Morris	VICTORIA (COLOMBIE-BRITANNIQUE) *Membre du Comité de direction*
M. Woodward	GOOSE BAY (TERRE-NEUVE)

Membre d'office

S. Hartt	OTTAWA Sous-ministre des Finances *Membre du Comité de direction*

Principaux cadres

G. K. Bouey, *Gouverneur*
J. W. Crow, *Premier sous-gouverneur*

A. Jubinville, *Sous-gouverneur*
J. N. R. Wilson, *Sous-gouverneur*
J. Bussières, *Conseiller*
F. Faure, *Conseiller*
W. R. White, *Conseiller*
A. C. Lamb, *Conseiller*
J. Clément, *Conseiller associé*

Département des Valeurs
V. O'Regan, *Chef*
N. Close, *Sous-chef*
I. D. Clunie, *Chef, Analyse du marché des valeurs et Opérations d'open market*
S. L. Harris, *Conseiller en valeurs*
J. F. Dingle, *Conseiller en valeurs* [3]
L. T. Requard, *Conseiller en valeurs*
P. E. Demerse, *Conseiller en valeurs*
D. R. Cameron, *Chef, Bureau de Toronto*

Département des Recherches
W. P. Jenkins, *Chef*
P. Duguay, *Sous-chef*
D. E. Rose, *Conseiller en recherches*

Département des Études monétaires et financières
D. R. Stephenson, *Chef*
J.-P. Aubry, *Sous-chef*
J. D. Murray, *Conseiller en recherches*
C. A. Goodlet, *Conseiller en recherches*

Département des Relations internationales
W. E. Alexander, *Chef*
D. J. Longworth, *Sous-chef*
D. J. Powell, *Conseiller en recherches*

Département des Opérations bancaires
D. G. M. Bennett, *Chef*
W. R. Melbourn, *Sous-chef*
G. B. May, *Sous-chef*
C. A. St. Louis, *Conseiller aux Opérations bancaires*
C. R. Tousaw, *Agent à Toronto et Conseiller aux Opérations bancaires*
A. G. Keith, *Agent à Calgary et Représentant financier régional*

G. G. Thiessen, *Sous-gouverneur*
W. A. McKay, *Directeur administratif*
S. Vachon, *Conseiller* [1]
C. Freedman, *Conseiller*
T. E. Noël, *Conseiller et Secrétaire*
J. S. Roberts, *Conseiller associé* [2]

Département de la Dette publique
G. M. Pike, *Chef*

Secrétariat
T. E. Noël, *Secrétaire*
R. L. Flett, *Secrétaire associé*
H. A. D. Scott, *Conseiller spécial*
J. M. McCormack, *Coordinateur de programmes, Systèmes de la dette*

Département de l'Automatisation
D. W. MacDonald, *Chef*

Département du Personnel
C. J. Stephenson, *Chef*
V. L. Bethell, *Sous-chef*
P. E. Cloutier, *Conseiller en gestion de personnel*

Département de la Gestion des immeubles
R. H. Osborne, *Chef*
K. W. Kaine, *Sous-chef*

Département de Contrôle
J. E. H. Conder, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*
J. Cosier, *Sous-contrôleur*
E. W. Chinn, *Conseiller principal et coordinateur, Bureau des systèmes et méthodes*

Département de la Vérification
J. M. E. Morin, *Vérificateur*
M. Muzyka, *Sous-vérificateur*

[1] Également Président du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
[2] Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de Directeur général intérimaire
[3] Également Président suppléant du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

Représentants régionaux et Agences

Département des Valeurs

TORONTO	D. R. CAMERON, *Chef, Bureau de Toronto*
MONTRÉAL	J. CLÉMENT, *Chef, Bureau de Montréal*
VANCOUVER	R. C. WHITE, *Représentant*

Département des Relations internationales

TORONTO	T. H. WILLIAMS, *Représentant des Opérations sur devises*
MONTRÉAL	G. HOOJA, *Cambiste-conseil*

Département des Opérations bancaires

HALIFAX	R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN (N.-B.)	K. T. MCGILL, *Agent*
MONTRÉAL	R. MARCOTTE, *Agent*
	J. G. M. SABOURIN, *Agent adjoint*
OTTAWA	R. DUPONT, *Agent*
TORONTO	C. R. TOUSAW, *Agent et Conseiller aux Opérations bancaires*
	P. W. CLIFFEN, *Sous-agent*
	W. H. WATSON, *Agent adjoint*
WINNIPEG	A. H. POTTER, *Agent*
REGINA	G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY	A. G. KEITH, *Agent et Représentant financier régional*
	C. P. DESAUTELS, *Sous-agent*
VANCOUVER	G. H. SMITH, *Agent*